



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

정치학박사학위논문

패권국 통화 정치 연구

- 역플라자 합의를 중심으로 -

2018년 2월

서울대학교 대학원

정치학과

이 원 영

패권국 통화정치 연구
- 역플라자 합의를 중심으로 -

지도 교수 백 창 재

이 논문을 정치학박사 학위논문으로 제출함

2018년 2월

서울대학교 대학원

정치학과

이 원 영

이원영의 정치학박사 학위논문을 인준함

2018년 2월

위 원 장

임혜란

부 위 원 장

백창재

위 원

조희재

위 원

구갑우

위 원

정하웅

요약 (국문 초록)

1971년 미국의 닉슨 대통령은 달러화의 금태환 정지를 선언하였으며, 국제금융통화체제는 변동환율제로 이행하면서 제2차 세계대전 이후 수립된 브레튼우즈 체제는 붕괴했다. 브레튼우즈 체제가 붕괴한 이후 1970년대에 만성화된 인플레이션의 영향으로 달러화의 가치는 지속적으로 평가절하되었으며, 국제 기축통화인 달러화의 위상은 크게 흔들렸다. 1979년 연준 의장으로 취임한 볼커는 미국의 금리를 급격하게 인상하여 인플레이션 문제를 해결했다. 그러나 이로 인하여 1980년대 초반 달러화 가치가 지속적인 평가절상되어 미국의 경상수지는 크게 악화되었다. 특히 이 시기 집권한 레이건 행정부는 공급주의 경제학에 기초한 경제 정책 운영으로 재정 적자를 기록하기 시작했다. 이때부터 미국은 경상수지 적자와 재정 적자가 동시에 나타나는 ‘쌍둥이 적자(twin deficit)’에 시달리게 되었다. 바로 이러한 상황에서 주요 선진국들과 함께 외환 시장에 직접 개입하는 미국의 통화정치가 작동하게 되었다.

미국은 자국의 경상수지 적자 문제의 해결을 위해 달러화의 가치를 평가절하하는 환율 조정을 통하여 무역 경쟁력을 강화하고자 했으며, 1985년 G-5 회합에서 달러화를 평가절하하고 일본의 엔화와 독일의 마르크화를 평가절상하는 플라자 합의가 이루어졌다. 이는 미국이 달러화의 통화 권력을 동원하여 자국의 경제적 조정 비용을 다른 국가들에게 전가하는 것이었다.

1985년의 플라자 합의와 1987년의 루브르 합의 이후 1990년대에 들어오면서 미국 경제는 ‘격동의 ’90년대‘를 맞이하였다. 1980년대부터 진행된 금융 자유화를 통하여 1990년대 미국에서는 경제 구조적 변화가 나타났다. 금융 산업뿐만 아니라 비 금융 산업조차도 금융 채널을 통한 이윤 확보가 주된 성장 방식이 되었으며, 이러한 과정을 통해 미국 경제의 성장 레짐이 ‘금융주도 성장레짐(finance-led growth regime)’으로 전환하게 되었다. 이 시기에 나타난 주요한 특징이 컴퓨터와 통신 등의 영역에

서 나타난 기술 혁신을 통한 ‘신경제’ 현상이었다. 신경제는 새로운 기술을 갖는 유망 분야가 출현하여 경제 성장을 주도하고, 실업률과 인플레이션 없는 경제 성장이 가능한 호황을 지칭했다. 그런데 IT 혁명을 통해 혁신의 아이콘처럼 인식되었던 기업들은 결국 스톡옵션과 주가 부양 등으로 기업의 가치가 평가되었다.

그러나 플라자 합의 이후 10년이 지난 1995년, 미국의 경상수지 적자는 1985년 플라자 합의 당시와 유사한 수준으로 다시 확대되었다. 그러나 경상수지 적자가 대폭 확대되고 있던 상황이었음에도 불구하고 1995년 달러화의 가치를 평가 절상하고, 일본 엔화의 가치를 평가 절하하는 역플라자 합의가 G-7 회합에서 이루어졌다. 역플라자 합의는 일본의 입장에서 볼 때, 엔화의 평가 절하를 통해 플라자 합의 이후 ‘잃어버린 10년’이라는 ‘엔고 불황’을 극복하려는 것이었다. 그렇지만 미국의 입장에서 볼 때 역플라자 합의는 자국의 경상수지 적자에 따른 조정을 연기하는 통화 권력을 행사한 것이었다. 즉 경상수지 적자를 조정하는 대신에 전 세계로부터 용자를 받아 조정을 연기할 수 있었다는 것이다. 이는 미국의 경제 구조가 금융주도 성장레짐으로 전환하고 있었기 때문에 금융 채널을 통한 이윤 확보에 유리한 환경 조성을 위한 것이었다.

역플라자 합의 이후 미국의 금융주도 성장레짐은 제도적으로 더욱 공고화될 수 있었다. 그렇지만 세계의 공장으로서 중국이 급속도로 성장하게 되어 국제정치경제의 주요 행위자로 부상하게 되면서 ‘글로벌 불균형’이 국제정치경제의 특징으로 나타나게 되었다. 뿐만 아니라 금융주도 성장레짐은 결과적으로 미국 경제에 거품을 형성시켰으며, 결국 나스닥 주식시장의 붕괴로 귀결되었다. 그러나 미국 금융주도 성장레짐의 거품은 이후 부동산 영역으로 옮겨가 결국 2007년 ‘글로벌 금융위기’를 야기하게 되었다.

현재에도 미국은 경상수지 적자 문제의 해결을 위한 수단으로 환율 조작국 지정과 같은 통화 정책을 지속하고 있다. 그러나 과거 통화 정치의 주된 상대는 동맹국이었던 일본과 독일이었지만 현재 글로벌 불균형의 주된 상대는 경쟁 상대국이라 할 수 있는 중국이다. 따라서 과거와 같은

협력적 개입을 통한 통화 정치가 쉽게 작동하기는 어렵다. 실제로 미국은 중국에 대해 환율 조작국 지정 압력과 무역 문제에 대한 압력 등과 같이 양자적 관계에서 위안화 환율 문제에 대한 압력을 행사하고 있다. 그런데 금융 위기를 거치면서 달러화에 대한 신뢰가 예전과 같지는 않다. 미국에서 금융위기의 가능성이 존재하는 한 달러화에 대한 완전한 신뢰 회복은 쉽지 않을 것이다. 그럼에도 불구하고 달러화에 대한 대안이 없는 국제금융통화체제의 현실에서 달러 패권은 불안정성을 내포한 가운데에 유지될 것이라고 생각되며, 통화 정치 역시 불안정하게 지속될 것이다.

주요어 : 통화 정치(currency politics), 통화 권력(currency power), 금융주도 성장레짐(finance-led growth regime), 플라자 합의(plaza accord), 역플라자 합의(reverse plaza accord)

학번 : 2008-30785

<목차>

I. 문제 제기	1
(1) 문제제기	1
(2) 연구 대상과 범위, 연구의 구성	7
II. 이론적 자원에 대한 검토	10
(1) 선행 연구 검토	10
1) 플라자 합의	10
2) 역플라자 합의	17
(2) 이론적 검토	22
1) 통화 권력과 통화정치	22
2) 금융 주도 성장 레짐	36
(3) 연구 방법론 및 분석틀	42
III. 볼커 전환에서 플라자 합의, 루브르 합의까지	51
(1) 볼커 전환 : 미국의 내적 균형 조정	52
1) 1970년대의 스태그플레이션	52
2) 볼커 전환과 미국의 내적 균형 회복	61
(2) 레이건 행정부의 쌍둥이 적자 : 보호주의 압력의 대두	67
1) 레이거노믹스와 쌍둥이 적자	67
2) 보호주의의 대두	72
(3) 플라자 합의, 루브르 합의 : 조정 비용의 전가를 위한 거버넌스	80
1) 행동주의적 환율 정책으로의 전환	80
2) ‘플라자 합의’에서 ‘루브르 합의’까지의 전개 과정	87

(4) 플라자 합의의 여파 : 일본의 자산 거품 붕괴 및 엔고 불황	98
1) 일본의 통화 팽창과 자산 거품	98
2) 일본 경제의 자산 거품 붕괴와 엔고 불황	103

IV. 미국의 금융화와 역플라자 합의 109

(1) 미국 경제의 금융화 : 미국 경제의 구조적 변화	110
1) 미국의 금융 자유화와 금융 세계화	110
2) ‘저축대부조합 위기’와 1987년 ‘검은 월요일’의 주식 시장 붕괴	120
(2) 금융화에 대한 적응 : 환율 및 무역 정책 변화	128
1) 신경제의 등장	128
2) 무역적자의 확대와 시장 개방 압력의 강화	134
(3) 역플라자 합의 : 조정의 연기	147
1) 금융화의 진전과 강한 달러 정책으로의 선회	147
2) 엔화 가치의 급격한 상승과 역플라자 합의	153

V. 전환의 결과 172

(1) 금융 주도 성장 레짐의 공고화 : 내적 균형의 회복	172
1) 역플라자 합의와 금융 주도 성장	172
2) 금융 주도 성장 레짐의 제도적 공고화	181
(2) 글로벌 불균형의 고착화 : 중국의 부상	185
1) 중국의 무역 흑자와 달러화 연루	185
2) 위안화, 유로화의 부상과 미국의 통화 정치	194
(3) 나스닥 시장의 거품과 붕괴 : 불안정한 국제 금융	203
1) 역플라자 합의와 아시아 금융위기	203
2) 금융위기의 전염과 나스닥 시장 거품 붕괴	209

VI. 결론	219
참고 문헌	224
Abstract	244

<그림 목차>

<그림 2-1>	통화 피라미드	27
<그림 2-2>	분석틀	50
<그림 3-1>	1970년대 미국 인플레이션 변화 추이	53
<그림 3-2>	1970년대 미국 실업률 변화 추이	54
<그림 3-3>	1970년대 미국의 무역수지 변화 추이	55
<그림 3-4>	는 1970년대 달러 인덱스 변화 추이	56
<그림 3-5>	제조업 순이익율: 미국, 독일, 일본, 1948년~1999년	57
<그림 3-6>	1980년대 미국의 인플레이션을 변화 추이	63
<그림 3-7>	1980년대 미국의 실업률 변화 추이	64
<그림 3-8>	미국 쌍둥이 적자의 GDP 대비 비율 변화 추이	70
<그림 3-9>	1980년대 미국의 이자율 변화 추이	71
<그림 3-10>	1970년대~1980년대 미국으로의 자본 유입 변화 추이	74
<그림 3-11>	1980년대 달러 인덱스 변화 추이	75
<그림 3-12>	플라자 합의 직후 엔-달러 및 마르크-달러 환율 변화 추이	91
<그림 3-13>	1980년대 미국의 무역수지 변화 추이	96
<그림 3-14>	플라자 합의 이후 엔-달러 환율 변동 추이	99
<그림 3-15>	일본의 자산 가격 변화(1990년=100) : 주식 가격 지수는 연 간 평균, 토지 가격 지수는 3월 말 기준	102
<그림 4-1>	미국 인플레이션 변화 추이, 1985년~1995년	131
<그림 4-2>	미국 실업률 변화 추이, 1985년~1995년	131
<그림 4-3>	총 고정투자 대비 정보처리설비 투자 비율(분기별 자료) ·	133
<그림 4-4>	미국 연방금리 변화 추이, 1985년~1995년	149
<그림 4-5>	1995년 엔-달러, 마르크-달러 환율 변화 추이	166

<그림 4-6> 역플라자 합의 전후 엔-달러 환율과 일본 대외 준비금 변동 추이	168
<그림 4-7> 달러 인덱스 추세 변화, 1985년~2002년	168
<그림 5-1> 다우존스 산업 지수 차트, 1970년~2000년	173
<그림 5-2> 미국의 인플레이션을 변화 추이, 1994년~2002년	175
<그림 5-3> 미국의 실업률 변화 추이, 1994년~2002년	175
<그림 5-4> 미국 이자율 변화 추이, 1994년~2002년	177
<그림 5-5> 1980년대, 1990년대 미국 경상수지 변화 추이	177
<그림 5-6> 미국 경제에서 기업 이윤의 산업 비중 상대적 변화 추이, 1950년~2001년	179
<그림 5-7> 미국 비금융 회사의 현금흐름에서 포트폴리오 소득 비율 변화 추이, 1950년~2001년	179
<그림 5-8> 미국 경제에서 비금융 이윤 대비 금융 이윤과 현금 흐름 비율 추이, 1950년~2001년	180
<그림 5-9> 중국의 수출 증가율, 경제 성장률	186
<그림 5-10> 중국의 외환 준비금 보유고 변화 추이, 1978년~2011년	188
<그림 5-11> 위안화의 대 달러 환율 변화 추세	189
<그림 5-12> 미국의 대중국 무역 적자 변화 추이	193
<그림 5-13> 달러 대비 유로화 환율 변화 추이, 1999년~2007년	199
<그림 5-14> 1990년대 미국 자본 유출입 변화 추이	211
<그림 5-15> 나스닥 지수 변동 추이, 1990년~2002년	214
<그림 5-16> 2000년대 미국 연방기금금리 변화 추이	216
<그림 5-17> 2000년대 미국의 인플레이션을 변화 추이	217
<그림 5-18> 2000년대 미국의 실업률 변화 추이	218

<표 목차>

<표 3-1> 플라자 합의에 따른 국가별 세부 정책 과제	90
<표 3-2> 루브르 합의에 따른 국가별 정책 과제	95
<표 4-1> 미국 경상 수지 적자에 대한 대외 용자, 1980년-1989년 (\$, billion)	119
<표 4-2> 저축대부조합 주요 경영지표 및 추이	122
<표 4-3> 1995년 미국 외환시장 개입 활동 (단위: 백만 \$)	166
<표 5-1> 미국 재무부 증권 국가별 보유 현황(2017년 6월)	196
<표 5-2> 할당준비금(allocated reserves) 통화 구성 비율	201
<표 5-3> 금융 충격과 실질 GDP 변화 추이	208

I. 서론

(1) 문제제기

2차 세계대전 종전 이후 미국은 새로운 패권국으로 등장하게 되었다. 미국 패권의 근본적인 바탕은 군사력이었다. 압도적인 군사력을 통해 미국은 세계의 경찰로 군림할 수 있었으며, 현재도 군비 지출에 있어 경쟁 상대가 없는 모습을 보여주고 있다. 그런데 패권국의 세계 경영에 있어 군사력과 더불어 중요한 요소인 경제력의 측면에서 미국은 모순적인 측면을 보여주고 있다. 미국은 현재 세계에서 가장 부채가 많은 채무국이면서, 막대한 경상수지 적자가 지속적으로 누적되고 있는 상황이다. 그런데 세계 최대의 채무국이자 지속적으로 막대한 경상수지 적자를 누적하고 있는 미국이 국제 기축통화인 달러화를 바탕으로 금융 통화 패권을 유지하고 있는 것이다.

본 연구는 미국이 모순적인 상황에도 불구하고 자신의 패권적 지위를 유지하기 위하여 달러화가 바탕이 된 금융 통화 패권을 어떻게 행사하였는지를 밝히고자 한다. 이를 위해 패권국 미국이 자국 경제의 ‘조정 (adjustment)’ 문제에 직면했을 때 어떻게 달러 패권을 행사하는 지를 분석하고자 한다. 달러화는 미국의 통화이지만 국제 기축통화이기 때문에 달러화와 여타 통화 간의 환율 변동은 미국만의 문제가 아니라 글로벌 경제의 문제가 된다. 달러화의 환율 변동에 따라 세계 금융 시장은 즉각적으로 영향을 받고, 국제적으로 거래되는 대부분의 상품 가격에 영향을 끼친다. 이러한 달러화의 환율 변동은 일상적으로 시장에서 결정되지만, 지난 시기 미국과 주요 선진국들이 공동으로 시장에 개입하여 달러화 가치의 중장기적 방향을 결정했다. 이러한 방향 결정은 어떤 이유로, 그리고 어떤 과정을 통해 이루어졌을까? 특히 달러 가치의 방향성이 정반대 방향으로 결정되었던 1985년의 플라자 합의와 1995년의 역플라자 합의는 왜, 그리고 어떻게 이루어졌을까? 이를 이해하기 위해서는 먼저 현재 국제금융

통화체제에 대한 이해가 필요하다.

2차 세계대전 이전 국제정치경제적 질서를 규율했던 핵심적 기제는 ‘금본위제’와 ‘자유무역’이었다. 그러나 이는 대공황을 전후로 하여 무너지기 시작하여, 경쟁적인 자국 통화의 평가 절하와 보호무역으로 전환하였으며, 이는 2차 세계대전을 야기한 원인 중의 하나가 되었다. 이러한 상황에서 2차 세계대전이 발발하였으며, 전쟁의 승패가 어느 정도 드러났던 1944년 7월 1일부터 22일까지 미국 뉴햄프셔(New Hampshire)주의 브레튼우즈에서 연합국 44개국 대표가 참가한 가운데 열린 ‘연합국통화금융회의(United Nations Monetary and Financial Conference)’에서 전후 기축 통화로 달러를 사용할 것과, 국제금융을 담당할 ‘국제통화기금(IMF)’과 ‘국제부흥개발은행(IBRD)’을 설립할 것에 합의했다. 새롭게 출범한 국제금융 통화체제-브레튼우즈 체제-는 국제 통화 제도의 본질적 기능인 유동성의 공급과 국제수지조정 메커니즘을 ‘금-달러본위제(gold-dollar standard)’와 ‘조정 가능한 고정환율제도(adjustable fixed exchange rate system)’를 통해서 해결하고자 했다. 금-달러 본위제란 미국이 기축 통화 발행국으로서의 역할을 담당하고, 각국은 달러를 대외준비자산으로 보유하며, 미국은 타국이 보유한 달러에 대하여 금태환을 보장한다는 것이었다. 그리고 각국은 자국통화의 평가를 금 또는 1944년 7월 1일 현재 기준의 달러로 표시하도록 했다.¹⁾

그런데 국제 기축통화인 달러화를 근본으로 구성된 이 체계는 근본적인 문제점을 내재하고 있었다. 트리핀에 따르면 국제 준비자산(reserve asset)으로서 달러는 미국의 국제수지적자에 의해 지속적으로 해외로 유출되어야만 세계경제에 유동성을 공급할 수 있다. 그러나 미국의 지속적인 국제수지적자는 달러에 대한 신뢰성을 떨어뜨려 준비자산으로서의 역할을 위협한다. 이때 달러의 신뢰도를 지키기 위해 달러의 유출을 축소한다면 국제 유동성 부족이라는 모순에 빠지게 된다는 것이 트리핀의

1) 브레튼우즈 회합에서 영국 대표 케인즈와 미국 대표 화이트 사이의 치열한 논쟁과 절충이 있었으며, 그 결과 탄생한 것이 브레튼 우즈 체제이다. 이러한 논쟁과 절충에 대해서는 Benn Steil, *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order* (Princeton: Princeton University Press, 2013) 참조.

지적이었다. 소위 ‘트리핀 딜레마(Triffin dilemma)’였다.²⁾

그러나 브레튼우즈 체제의 문제점들은 트리핀이 지적했던 미국의 경상수지 적자의 누적이나 달러의 유동성 부족이 현실의 문제로 등장하기 전에 이미 나타나기 시작했다. 미국이 보유하고 있는 금의 양에 비해 세계로 유출되는 달러화의 양이 훨씬 빠른 속도로 늘어나면서, 미국의 금 태환 능력에 대한 신뢰 문제가 나타난 것이었다. 1960년대 말, 1970년대 초, 영국과 프랑스는 준비자산으로 보유하고 있던 달러를 금으로 태환해 줄 것을 미국에 요구했다. 금 태환 요구가 본격화 되면서 미국은 준비금으로 보유하고 있던 금 보유량이 한계에 다다르게 되자 1971년 8월 15일 일방적으로 금태환 정지 선언을 하게 된다. 소위 ‘닉슨 쇼크(Nixon Shock)’였다.

미국의 일방적인 선언으로 국제정치경제 질서는 또 다시 변화를 겪어야 했다. 1971년 12월 워싱턴에서 주요 선진국들이 회동하여 스미드소니언 협정에 합의하여 고정환율제를 유지하기 위한 노력을 하지만, 결국 1973년 EC 국가들이 변동환율제를 도입하게 되었고, 1976년 자마йка 킹스턴에서 열린 IMF 총회에서 변동환율제의 공식적 도입과 금의 화폐기능 폐지를 선언하면서 브레튼 우즈 체제는 막을 내리게 된다.³⁾ 킹스턴에서의 IMF 총회 결정이후 수립되어 현재까지 유지되고 있는 국제금융통화체제는 금과의 연계가 끊어진 명목화폐(fiat money)로서 달러를 기반으로 하는 ‘달러 본위제(dollar standard)’이며, 통화 가치 평가에 있어서는 달러를 기준으로 각국 통화의 환율을 정하는 ‘변동 환율제(floating exchange rate system)’로 전환되었다.

그런데 기축통화 발행국 미국의 경상수지는 브레튼우즈 체제가 붕괴한 1973년 이후, 특히 킹스턴 체제가 성립된 1976년을 전후하여, 본격적으로 적자를 기록하기 시작했다. 이러한 적자의 누적은 금 태환 문제가 사라졌다 하더라도 근본적으로 체제를 불안정하게 만드는 요인이라는 국제

2) Robert Triffin, *Gold and the dollar crisis : the future of convertibility*, (New Haven: Yale Univ. Press, 1960) 참조.

3) 백창재, “미국의 패권과 제한적 자유주의 질서,” 국제정치경제연구회 편, 『20세기로부터의 유산』, (서울: 사회평론, 2000), p. 55.

적 공감감이 있었으며, 따라서 이에 대한 조정이 체제 유지를 위해 필히 수반되어야 한다는 공유된 인식이 있었다. 그럼에도 불구하고 1970년대 말, 미국의 ‘연방준비제도이사회(FRB, Federal Reserve Board)’ 의장에 볼커(Volcker)가 취임한 이후 시행한 고금리 정책으로 달러화의 가치가 급격하게 평가 절상되면서, 1980년대 초부터 미국의 경상수지 적자는 급격하게 확대되었다. 1970년대 적자와 흑자가 반복되었던 경상수지 적자는 1982년 55억\$를 기록한 이후 지속적으로 확대되어, 1985년 1,182억\$의 적자를 기록하여 당시로서는 역사적 최대 적자를 기록했다. 이러한 경상수지 적자의 근본 원인으로 미국의 대 일본, 대 서독 무역 적자가 지목되면서, 미국 내에서 보호주의적 압력이 강하게 나타나기 시작했다. 따라서 미국은 경상수지 적자 문제의 해결에 본격적으로 나서게 되었으며, 이의 해결을 위해 미국은 대 일본, 대 독일 무역 압력을 가하기도 했지만 결국에는 달러화를 평가 절하하여 수출 경쟁력을 강화하고자 했다. 이에 따라 1985년 9월, 미국, 서독, 프랑스, 영국, 일본 등의 G5 재무장관·중앙은행장 회합에서 달러화의 평가 절하와 엔화 및 마르크화의 평가 절상을 위해 시장에 직접 개입하기로 했다. 이른바 ‘플라자 합의(Plaza Accord)’였다.⁴⁾

플라자 합의는 미국의 달러화를 평가 절하하고, 대미 무역수지 흑자를 누리고 있던 일본의 엔화와 서독의 마르크화를 평가 절상하여, 미국의 무역 경쟁력을 강화하여 미국의 경상수지 적자를 감축하고, 국제금융통화체제의 안정을 도모하고자 한 것이었다. 그러나 플라자 합의에도 불구하고 미국의 경상수지 적자는 여전히 개선되지 않았으며, 달러화의 급격한 평가 절하만 나타나게 되었다. 달러화의 평가 절하 추세가 멈추지 않고 지속된다면 이는 국제적으로 달러화로부터의 이탈을 야기할 수 있었으며, 이렇게 된다면 국제금융통화체제의 안정성은 심각하게 위협받을 수 있었다. 이에 1987년, 추가적인 달러화의 평가절하를 막고, 일본 및 서독의

4) G-5의 재무장관, 중앙은행장 회합에서 발표한 공동 선언이 플라자 합의이다. Group of 5, “Announcement of the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States (Plaza Accord),” September 22, 1985, (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm850922.htm>).

재정 정책-감세 및 재정 지출 확대 등-을 통해 미국 수출품에 대한 일본 및 서독의 수요를 확대하고자 하는 ‘루브르 합의(Louvre Accord)’가 이루어졌다.⁵⁾

이러한 과정을 겪고 나서 미국의 경상수지 적자는 비로소 축소되기 시작했고, 마침내 1990년대 초에 균형을 이루게 된다. 그러나 이러한 균형은 잠시였고, 다시 미국의 경상수지 적자는 확대되기 시작했으며, 1995년에는 당시까지 역사적 기록이었던 1985년의 경상수지 적자 규모에 버금가는 적자를 기록하게 되었다. 플라자 합의를 이루어 냈던 미국의 논리에 따르면 미국의 무역 경쟁력을 강화하기 위한 또 다른 국제 협력이 필요한 상황이라고 할 수 있었다. 그러나 1995년 미국, 독일, 프랑스, 일본, 영국, 이탈리아, 캐나다 등 G7 재무장관들은 회의를 통해 달러화의 평가 절상 및 엔화의 평가 절하에 합의했다. ‘역플라자 합의(Reverse Plaza Accord)’였다. 역플라자 합의는 플라자 합의와 루브르 합의 이후 엔화 가치가 지속적으로 절상되어, 1995년 4월, 1달러에 80엔 선마저 무너지게 되는 상황까지 이르게 되자 긴급하게 이루어진 것이었다. 이에 대해 심각한 엔고 현상으로 인하여 일본 경제가 위기에 빠져들게 된다면, 국제 정치경제에 끼치는 악영향이 너무 크기 때문에, 이를 방지하기 위함이었다고 보는 것이 일반적인 견해이다.

결과적으로 보자면 미국은 경상수지 적자가 비슷한 규모로 확대되었던 1985년과 1995년에 정반대의 정책을 선택한 것이었다. 그렇다면 미국은 경상수지 적자가 역사상 저점이라는 동일한 조건에 놓여 있었던 1985년과 1995년에, 왜 달러화 환율 추세 전환에 대해 정반대의 선택을 하게 되었을까?

위에서 이야기했듯이 ‘역플라자 합의’는 ‘플라자 합의’ 이후 소위 ‘잃어버린 10년’을 겪고 있던 일본 경제의 장기 불황이 국제정치경제의 불안정을 야기하는 심각한 원인이었기 때문에 미국이 달러화의 평가 절상에 동

5) 루브르 합의는 처음에 G-7의 재무장관, 중앙은행장이 회합하였으나, 이탈리아가 최종 선언 과정에서 빠지면서 G-6의 합의문으로 발표되었다. Group of 6, “Statement of the G6 Finance Ministers and Central Bank Governors (Louvre Accord),” February 22, 1987, (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm870222.htm>)

의하게 되었다는 것이 일반적인 설명이다. 그러나 국제정치경제에 끼치는 영향은 일본의 장기 불황보다 미국의 막대한 경상수지 적자의 확대가 더욱 심각하다는 점에서 이러한 설명은 한계가 있다. 미국의 경상수지 적자는 1985년의 플라자 합의 이후에도 축소되지 않았으며, 1987년 루브르 합의를 하고 나서야 비로소 축소되기 시작하여 1990년대 초 균형에 도달했다. 그러나 균형에 도달한 이후 바로 다시 경상수지는 적자로 되돌아갔으며, 지속적으로 확대되어 1995년의 경상수지는 플라자 합의를 해야 했던 1985년의 적자 수준에 근접한, 당시까지는 역사적 저점에 가까운 적자를 보였다. 또한 역플라자 합의 이후 미국의 경상수지 적자는 지속적으로 확대되어, 2007년에 역사상 최대를 기록했다. 역플라자 합의 이후 미국 경상수지가 급격하게 확대된 상황을 감안한다면 미국이 자국의 수출 경쟁력을 희생하는 역플라자 합의를 한 이유를 일본 경제에 대한 구원을 통해 국제정치경제의 안정성을 지키기 위한 것으로만 설명하는 것은 충분한 설명이 될 수 없다. 왜냐하면 패권국 미국은 국제정치경제의 안정성을 해치더라도 자국의 이익을 위해서라면 필요한 경우 일방주의적 행동을 불사했기 때문이다. 브레튼우즈 체제의 붕괴를 야기한 닉슨의 금태환 정지 선언이 대표적 사례일 것이다.

그렇다면 경상수지 적자가 확대되고 있을 뿐만 아니라, 경상수지 적자 규모가 역사적으로 최대를 기록했던 1985년에 버금가는 적자를 기록했던 1995년에 정반대의 선택을 한 것은 그 사이에 미국 자체적으로 어떤 변화가 있었기 때문이 아닐까라는 관점에서 접근하는 것이 필요할 것이다. 따라서 ‘역플라자 합의’를 설명하려면 ‘플라자 합의’에서 ‘역플라자 합의’ 사이의 기간 동안 미국에 어떤 변화가 있었는지를 분석해야 한다. 본 연구에서는 경상수지가 악화되고 있는 동일한 상황에서 미국이 정반대의 선택을 한 것에 대해, 미국의 성장 레짐 변화에 주목하여 설명하고자 한다.

2차 세계대전이 끝난 1950년대에 미국의 성장 레짐은 제조업이 주도하는 산업 주도 성장 레짐이었다. 그렇지만 1960년대를 거치면서 서유럽, 특히 독일과 일본의 산업이 부흥하면서 미국 제조업의 경쟁력이 상대적으로 하락하기 시작하고 미국 제조업의 이윤율이 저하되었으며, 1970년대

에 들어와서는 미국뿐만 아니라 선진 자본주의 국가들의 제조업 이윤율 역시 전반적으로 저하되었으며, 아울러 세계적으로 스태그플레이션(stagflation)을 겪게 되었다. 그런데 스태그플레이션이 만연하기 시작했던 1970년대 초, 브레튼우즈 체제가 붕괴하면서 자본의 자유로운 이동이 보장되자 금융 발전의 토대가 형성되었다. 이어 1980년대에 들어와 금융에 대한 탈규제를 통해 브레튼우즈 시기의 금융 억압으로부터 금융 해방이 이루어지기 시작하였으며, 결국 1990년대 미국의 성장 레짐은 ‘금융 주도 성장 레짐(finance-led growth regime)’으로 전환하게 되었다.

달러화의 환율을 평가절하하고 엔화와 마르크화의 환율을 평가절상하는 내용의 ‘플라자 합의(Palza Accord)’와 ‘루브르 합의(Louvre Accord)’가 미국 제조업의 수출 확대를 통해 미국의 경상수지 적자를 축소하기 위한 합의였다면, 1995년의 ‘역플라자 합의(Reverse Plaza Accord)’는 미국이 금융 주도 성장 레짐으로 전환하고 있는 상황에서 전환을 더욱 가속화하는 계기가 된 합의였다는 것이다. 역플라자 합의의 여파로 미국은 경상수지 적자의 확대 가능성이 있었지만, 그럼에도 불구하고 글로벌 자본의 유입에 유리한 환경을 조성하여 금융적 성장을 가속화할 수 있었으며, 그로 인한 경상수지 적자의 확대는 자본 계정 흑자, 즉 유입된 글로벌 자본으로 상쇄할 수 있었다는 것이다.

이러한 과정이 가능했던 것은 패권국 미국만이 보유할 수 있는 독특한 ‘국제투자 포지션(international investment position)’ 때문이었다. 1980년대부터 미국은 금융자유화와 자본자유화를 통해 금융 영역이 급격하게 발전하였다. 이는 막대한 글로벌 자본이 유입될 수 있는 깊고 넓은 저수지 역할을 하였으며, 역플라자 합의에 따른 달러화의 평가 절상 추세로의 전환은 글로벌 자본의 유입을 직접적으로 자극하는 촉매제가 되었다는 것이다. 이렇게 유입된 글로벌 자본은 미국의 다양한 금융 영역에서 다양한 이윤 추구의 기회를 찾을 수 있었으며, 결국 금융주도 성장레짐은 공고하게 될 수 있었다.

그런데 플라자 합의와 루브르 합의를 통해 미국의 제조업 수출 경쟁력을 향상시키려 했던 노력은 1990년 경상수지 균형을 이룸으로써 어느 정

도 성과를 나타낸 것처럼 보이지만, 1990년대에 들어와서도 제조업의 이윤율은 여전히 저하되고 있는 추세를 벗어나지 못하고 있었다. 반면에 이 시기에 있어 미국의 제조업이 영위하는 금융 부문에서도 이윤이 확대되는 추세를 보이게 되며, 이에 따라 제조업에서도 금융 채널을 통한 이윤의 증가를 통한 축적 과정이 나타나기 시작했다. 즉 금융 주도 성장 레짐으로의 전환은 단지 금융업의 성장만을 의미하는 것이 아니라, 제조업을 위시한 산업 전 영역에서 금융과의 연계를 통한 이윤 확보가 중요한 수단으로 떠올랐다는 것을 의미하는 것이다. 다양한 통계를 통해 볼 때, 미국은 1990년대에 들어와 금융 주도 성장 레짐으로 전환하기 시작했으며, 역플라자 합의를 통해 금융 주도 성장 레짐은 더욱 공고화될 수 있었다. 그렇지만 금융 주도 성장 레짐으로의 전환은 결국 나스닥 시장 거품 형성과 붕괴를 야기한 구조적 원인이 되었다.

본 연구에서는 역플라자 합의는 미국의 금융 주도 성장 레짐으로의 전환에 따라 가능했으며, 나아가 금융 주도 성장 레짐의 공고화에 기여했다고 주장한다. 이러한 미국의 구조적 전환은 글로벌 불균형을 더욱 심화시켜 때 마침 부상하고 있던 중국의 성장을 더욱 용이하게 했으며, 글로벌 자본의 유입은 미국 금융 시장의 거품-나스닥 거품-으로 귀결되었다고 주장하고자 한다.

(2) 연구 대상과 범위, 연구 구성

본 연구에서는 플라자 합의, 루브르 합의 및 역플라자 합의와 같이 국제금융통화체제에서 달러화가 갖고 있는 패권적 지위를 바탕으로 자국의 정치경제적 이익을 확보하는 패권국 미국의 국제정치를 ‘통화 정치(currency politics)’로 규정한다. 통화정치란 달러화가 갖는 ‘통화 권력(currency power)’을 바탕으로 자국의 (경제적) 조정 부담 비용을 다른 국가들에게 전가(deflect)하거나, 조정 자체를 연기(delay)함으로써 국제금융통화체제를 유지, 운영하는 미국의 ‘금융적 외교술(financial statecraft)’이다. 이러한 조정의 전가와 연기의 결정에는 미국 경제의

‘대외적 균형(external balance)’과 ‘대내적 균형(internal balance)’이 변수가 된다. 대외적 균형이란 경상수지 균형을 통해 나타나며, 대내적 균형이란 인플레이션과 실업률을 통해 나타난다. 따라서 조정의 전가와 연기는 단순히 미국의 경상수지 적자나 국내적 경제 상황 어느 하나만으로 설명할 수 없으며, 대내 균형과 대외 균형의 상호작용을 바탕으로 이해해야 한다.

즉 패권국 미국은 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 변화된 국제금융통화체제에서 자국의 경상수지 적자로 인하여 발생하는 자국 경제의 조정 문제에 직면하여 기축통화 달러화의 지위에서 나오는 통화 권력을 바탕으로 조정 부담 비용을 다른 국가들에게 ‘전가(deflect)’하거나 혹은 조정 자체를 ‘연기(delay)’하는 통화정치를 실행해왔다는 것이다. 이러한 통화 정치의 실행을 위해 안정적인 국제금융통화체제의 유지가 필수적인 전제 조건이 되며, 결국 미국이 달러화에서부터 기인하는 금융 통화 패권을 바탕으로 여전히 자신의 경제적 지위를 유지할 수 있게 해주었다는 것이다.

본 연구는 통화 정치의 구체적 사례로 ‘플라자 합의’와 ‘역플라자 합의’를 연구 대상으로 하며, 연구 범위는 ‘볼커 전환’이 있었던 1970년대 말에서 ‘역플라자 합의’ 이후 나스닥 주식 시장의 거품 붕괴까지의 시기로 할 것이다. 이는 달러화의 가치가 평가 절상되기 시작한 때부터 평가 절하를 거쳐 다시 평가 절상된 주기에 해당된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 플라자 합의와 역플라자 합의에 대한 선행 연구를 검토하고, 통화 권력과 통화 정치 및 금융 주도 성장 레짐에 대한 이론적 검토를 한 후 연구 방법론과 분석틀을 서술한다. 3장에서는 볼커 전환에서부터 플라자 합의와 뒤 이은 루브르 합의까지의 시기에 있어 플라자 합의의 핵심적 내용인 조정 비용의 전가를 결정했던 원인을 분석하고, 그 결과로 나타난 일본의 자산 거품과 붕괴를 살펴본다. 4장에서는 역플라자 합의를 가능하게 했던 미국의 경제 구조적 변화와 그에 적응하는 행위자들의 행태 및 적응에 따른 정책적 요구의 변화를 분석한 후, 역플라자 합의가 어떻게 이루어졌는지 서술할 것이다. 5장에서는 역플라자 합의 이후 어떤 결과가 나타났는지 검토할 것이다. 미

국에서 금융 주도 성장 레짐의 공고화 과정과 국제정치경제적 변화로 중국의 부상에 따른 글로벌 불균형, 그리고 아시아 금융위기에서 나스닥 시장 거품 붕괴까지의 금융 불안정성을 살펴볼 것이다. 6장의 결론에서는 통화정책의 과정을 정리하고, 달러 패권의 미래에 대한 함의를 도출하도록 하겠다.

II. 이론적 자원에 대한 검토

(1) 선행 연구 검토

1) 플라자 합의

1985년 9월, G-5 회의에서 달러화를 평가 절하하고 엔화와 마르크화를 평가 절상하기로 한 플라자 합의에 대한 선행 연구들 중 가장 대표적인 것이 후나바시(Funabashi)의 연구이다. 후나바시는 플라자 합의가 이루어지는 과정을 상세하게 추적하여 미국의 국내 정치적 환경 요인이 플라자 합의를 추동했다고 분석하고 있다.

플라자 합의가 이루어지기 전인 1980년대 초 미국 금리의 급격한 인상을 야기했던 ‘볼커 전환(Volcker Shift)’ 이후 달러 가치는 급격하게 상승했다. 달러 가치의 급격한 상승은 미국의 수출 기업 제품들의 가격 경쟁력을 악화시켰을 뿐만 아니라, 미국이 수입하는 제품들과 경쟁해야 하는 미국 내 기업들의 가격 경쟁력을 악화시켰다. 이로 인해 미국의 제조업과 농업이 전반적으로 피해를 보았다. 그러나 서비스 영역-의료 서비스, 금융, 관광, 운송 등-은 강한 달러의 영향을 크게 받지 않았으며, 산업 전반적으로 추세적 성장을 기록하고 있었다. 볼커 전환 이후 강한 달러의 결과는 볼커 전환 이후 상대적으로 민주당 지지 성향이 강했던 생산직 노동자 유권자들은 불만이 컸지만, 상대적으로 공화당 지지 성향이 강했던 층들 중 농업 종사자들을 제외하고는 이해관계의 큰 충돌이 없었다. 그런데 무역적자가 심화되면서 강한 달러 정책에 문제제기를 하는 정치적 분위기가 형성되었다. 제조업, 무역 관련 부문 및 농업을 대표하는 기관 및 단체들에서 정치적 압력이 나타나기 시작했고, 정부 내에서도 무역과 농업 관련 부처에서 달러화의 평가 절하 필요성에 대한 주장이 나타나기 시작했다. 이러한 분위기에서 1984년의 대통령 선거를 앞두고 무역 문제가 주요 선거 이슈로 등장했다. 당시 대통령이었던 레이건 후보 진영은

무역 적자의 원인을 달러화가 비정상적으로 평가 절상된 것이 아니라 엔화가 지나치게 평가 절하된 것이라 주장하였다. 즉 달러화에 대한 정부 정책의 문제가 아니라 대미 무역에서 엔화를 의도적으로 평가 절하하여 불공정한 이익을 보고 있는 일본의 문제로 돌리는 전략으로 맞섰다. 레이건이 재선에 성공하면서 무역 적자 문제는 본격적으로 공론화되기 시작했다. 1985년 4월, 상원에서 ‘반 일본 결의안(Anti-Japan Resolution)’이 채택되는 등, 의회에서 전반적으로 보호무역에 대한 정치적 압력이 심각하게 등장했다. 이러한 의회의 보호 무역 압력에 대해 행정부는 일본의 자본 시장을 자유화하여 엔화에 대한 시장 수요를 확대하여 엔화를 평가 절상하려던 전략에서 외환 시장에 직접 개입하여 달러화를 평가 절하하고 엔화를 평가 절상하는 환율 조정을 통해 무역적자를 감축하는 것이 필요하다는 논의가 힘을 얻게 되었다. 그 결과 G-5 국가들, 특히 일본과 서독에 대한 압력을 통해 외환 시장에 공동으로 개입하는 협력적 개입 전략이 채택되었다고 분석했다.⁶⁾

헤닝과 데스틀러(Henning and Destler) 역시 국내적 압력이 재무부를 움직이게 했다는 점에서 국내적 요소를 중요한 변수로 본다. 그런데 이들의 분석은 재무부가 왜 다자주의적 협력을 통해 플라자 합의를 했는지에 초점을 두고 있다. 이들의 연구 역시 1980년에 들어와 무역적자의 확대에 인하여 강한 달러 정책에 대한 불만이 다양하게 나타났으며, 특히 다국적 기업과 의회로부터의 압력이 미국 재무부가 달러 평가 절하에 나서게 하는 데에 가장 중요했다고 분석하고 있다. 그런데 재무부가 그때까지의 ‘일방주의적 비개입(unilateral non-intervention)’에서 태도를 바꾸어 ‘행동주의(activism)’로 노선을 바꾸게 되면서, 가장 효과적인 전략으로 ‘다자주의(multilateralism)’ 전략을 선택했다는 것이다. 의회와 이익집단들의 보호주의적 압력으로부터 레이건 행정부의 신자유주의적 개혁을 훼손하지 않으면서 무역 적자를 감축하기 위해서는 환율 조정이 가장 비용이 적은 방식이었기 때문에 행동주의 노선으로 전환하게 되었다는 것이다. 그런데 환율 조정이란 일방주의적 행동만으로는 가능하지 않기 때문

6) Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, (Washington D.C.: Institute for International Economics, 1988).

에 다자주의 전략을 채택하게 되었다는 것이다. 즉 다자주의 전략이 행정부가 즉각적으로 무역 정책을 보호주의적 방식으로 전환하라는 의회로부터의 압력에 맞서, 환율을 조정-달러화의 평가 절하/엔화와 마르크화의 평가 절상-하는 방식이 워싱턴에서 재무부의 영향력을 강화할 수 있는 방식이었다는 것이다. 특히 미국의 재정 적자 감축이라는 조정에 있어 자국 경제의 조정 부담 비용을 다른 국가에게 전가할 수 있는 방식이 바로 환율을 조정하는 것이었다고 분석했다.⁷⁾

위의 연구들처럼 국내적 요인으로 플라자 합의를 설명하는 또 다른 연구로 프랑켈(Frankel)의 연구가 있다. 그는 1980년대 달러화의 평가 절상에 따라 무역 적자가 확대되는 상황에서 제조업, 농업, 노동 등의 영역이 피해를 보았으며, 이들 집단에서 각각 구체적인 대응 방식은 달랐지만 달러화 평가 절하를 요구하였으며, 이러한 요구들이 재무부가 환율에 대한 입장을 바꾸는 데에 정치적 압력으로 작용했다고 분석하고 있다.⁸⁾ 그런데 프랑켈은 플라자 합의를 1985년 9월 미국의 플라자 호텔에서 열렸던 G-7 재무장관과 중앙은행장들의 회합으로 국한하여 보는 시각의 협소함을 지적했다. 그는 1985년 1월, 베이커(Baker)가 미국의 재무부 장관에 취임한 이후에 개최되었던 여러 회합들, 공식적 언급들, 인식들 및 외환 시장 개입 전반에 대한 달러 정책 변화에 대한 모든 요소를 포함하여 플라자 합의라는 용어를 사용하는 것이 적절하다고 주장했다. 즉 1985년에 나타난 일련의 달러 정책 변화들을 플라자 합의라고 본다는 것이었다.

1980년에서 1982년 사이에 볼커 연준 의장의 통화 긴축 정책과, 1981년에서 1984년 사이에 레이건 대통령의 확장적 재정 정책의 결합은 장기 이자율을 상승시켰으며, 그것은 차례로 자본의 유입을 가져와 달러화를 평가 절상시켰다. 확장적 재정 정책의 결과로 예산 적자가 증가했으며, 그 결과 달러화의 가치가 평가 절상되었으며, 무역 적자가 확대되었다. 이러한 시각이 예산 적자와 무역 적자가 연계되었다는 쌍둥이 적자론이었

7) C. Randall Henning and I. M. Destler, 1988. "From Neglect to Activism: American Politics and the 1985 Plaza Accord". *Journal of Public Policy*. Vol. 8. No. 3/4.

8) Jeffry Frankel, "The Making of Exchange Rate Policy in the 1980s," *NBER Working Paper*, Dec. 1990.

다. 이러한 관점에서 보자면 환율은 근본적인 문제가 아닐 뿐만 아니라 통화 정책과 재정 정책이 혼합되어 무역 적자로 전달되는 자연스러운 증상이었다. 그런데 이러한 달러화의 평가 절상에 대해 미국의 무역 상대국들이 우려를 표명했지만, 미국의 재무부 장관 리건(Regan)과 다른 행정부 관료들은 미국의 무역 적자가 문제라는 관점을 거부했으며, 달러화의 평가 절하를 위한 외환 시장 개입에 반대했다.

1985년 1월 레이건 행정부 2기가 출범할 때, 1기에서 재무부 장관이었던 리건과 백악관의 베이커가 서로 자리를 맞바꾸게 되면서 변화가 시작되었다. 베이커는 행정부 내에서 보다 이념적이었던 다른 구성원들에 비해 보다 더 실용적인 인물이었다. 1월에 있었던 임명 동의 청문회에서 베이커는 환율 정책에 대하여 개입에 반대했던 재무부의 기존 입장에 변화가 필요하다는 것을 분명하게 언급했다. 이와 더불어 1985년 초부터 변화가 시작되었다고 보아야 할 이유는 달러화의 가치가 이미 1985년 2월에 정점을 기록했으며, 플라자 회합 당시에는 정점 대비 13%가 평가 절하된 상태였다는 점을 지적했다. 즉 펄드스타인과 테일러(Feldstein and Talyor)가 지적했던 것과 마찬가지로 프랑켈도 환율 정책은 달러화의 실질적인 평가 절하에 사실상 거의 영향력이 없었으며 오히려 민간 시장에서 결정되었다는 것이다.

그렇지만 1985년 9월까지 공식적인 환율 정책의 변화가 없었음에도 불구하고, 2월 말에 거품이 터진 것-달러화의 가치가 정점에 도달하고 하락하기 시작한 것-은 두 가지 측면에서 부분적으로 정책 변화에 기인했다고 할 수 있다고 했다. 첫째, 재무부 장관 베이커와 차관 다먼(Darman)이 전임자들에 비해 달러화를 평가 절하할 것이라는 인식이 광범위하게 퍼져 있었다는 점을 들고 있다. 만일 시장 참여자들이 달러화를 평가 절하하는 정책 변화가 향후에 나타날 것이라고 믿는다면, 미래의 손실을 회피하기 위하여 당장 달러화를 매각할 것이며, 이는 달러화의 평가 절하가 당장 나타나는 결과를 야기할 것이다. 둘째, 1월 17일 G-5 회합에서 소규모 시장 개입에 대한 합의가 있었고, 이후 실제 소규모 시장 개입이 나타났다라는 점과, 이 회합 이후 발표한 공식적 선언에서 적어도 표면적으로

는 이후의 플라자 합의에서보다 더 시장 개입에 친화적인 언급이 있었다는 점을 들고 있다.

프랑켈은 미국 내 정책 결정자의 변화와 G-5의 거버넌스의 인식 변화가 시장에 달러화가 평가 절하될 것이라는 신호를 주었기 때문에, 9월에 있었던 협력적 시장 개입 이전에 시장 참여자들의 달러화 매각으로 인하여 이미 달러화의 평가 절하가 나타나기 시작했다는 점에서 플라자 합의를 1985년 초부터 시작된 일련의 복합적 과정으로 파악해야 한다고 주장했다.⁹⁾ 그는 국내적 요인으로 달러화의 평가 절상에 따른 무역 적자의 확대에 피해를 보고 있던 이익 집단들의 정치적 압력과 더불어 정책 결정 단위에서의 인적 교체가 플라자 합의를 이끌어냈던 요인으로 파악하고 있다.

다른 한편으로 플라자 합의에 대해 국제 정치적 변수로 설명하는 맥킨넨(McKinnon)의 연구가 있다. 그는 중앙은행들의 역할에 주목하여 설명하고 있다. 각국의 중앙은행들은 미국 달러화의 환율 변동이 자국 경제에 끼치는 영향에 대해 통화량 조절을 통해 대응해왔다. 그런데 1980년대 초 달러화의 평가 절상에도 불구하고 미국의 연준은 통화 긴축 정책을 지속했으며, 이로 인하여 달러화의 가치 역시 지속적으로 평가 절상되었다. (미국 이외의) 다른 국가들은 지속적인 달러화의 평가 절상으로 자국 통화로부터의 이탈과 미국에서 보호주의가 만연할 것을 염려하여 달러 준비금으로 자국 통화를 매입하였으며, 이는 자국 통화량의 감축으로 귀결되었다. 또한 다른 국가들의 민간 영역에서는 달러화의 급격한 평가 절상으로 달러 표시 부채의 부담이 늘어나게 되었기 때문에 민간 영역 소비가 축소되었고, 민간 기업의 대규모 파산으로 귀결되었다. 따라서 미국이 아닌 다른 국가들에서도 디플레이션 압력이 나타나게 되었으며, 결국 다른 국가의 통화 당국은 경기 침체를 회피하기 위한 큰 압박에 놓이게 되었다. 그런데 주요 국가들의 중앙은행들이 공동으로 환율을 정상화시키고 국제 교역재들(internationally traded commodities)의 가격을 안정시키

9) Jeffrey Frankel, "The Plaza Accord, 30 Years Later," Conference on *Currency Policy Then and Now: 30th Anniversary of the Plaza Accord*, Baker Institute for Public Policy, Rice University, October 1, 2015.

기 위하여 통화 공급량을 통제하는 새로운 국제적 기준을 채택하여 인플레이션에 대한 기대치를 경감할 것에 공동으로 동의할 때 지속적인 경기회복이 가능할 수 있었다.

국제적으로는 서유럽, 일본 그리고 북미 지역의 소수 국가의 중앙은행들만이 국제 무역과 자본 흐름에 사용할 수 있는 태환 가능한 통화를 제공하기 때문에, 국제적 동의는 이들 국가의 중앙은행들 간의 협의를 통해 가능했다. 특히 미국, 일본, 독일 등 세 국가의 중앙은행이 국제 시스템의 총체적 시각에서 각 국가들의 통화에 대한 수요와 국제 교역재들의 가격 지수에 따라 통화량 조정을 공동으로 기획한다면 환율의 변동성은 감소될 수 있었다. 1985년 플라자 합의에서 1987년 루브르 합의까지 미국, 일본, 독일은 엔-달러, 마르크-달러 환율에 대해 일정한 목표 변동 범위를 설정하고 공동 행동을 취했다. 그 외의 국가들 역시 자신들의 통화나 엔화 혹은 마르크화로 달러화를 구매하여 안정적인 환율의 움직임을 지지하였다.¹⁰⁾ 즉 각국의 중앙은행들은 국제금융통화체제의 안정이 자국 경제의 안정에 이익이라는 관점에서 플라자 합의라는 국제적 협력을 성사시키는 역할을 했다는 것이다.

이제까지 플라자 합의에 대한 선행 연구들을 살펴보았다. 이 연구들은 플라자 합의가 왜 등장하게 되었는지에 대해 국내 정치적 요인들을 중심으로 분석하고 있거나, 플라자 합의라는 국제적 거버넌스가 어떻게 가능했는지 국제적 협력 관계를 분석하고 있다. 이 연구들은 플라자 합의는 미국이 자국의 경상수지 악화를 방어하기 위하여 무역 경쟁력을 강화하고자 달러화를 평가 절하하는 국제 정치라는 데에 이견이 없다. 그런데 이러한 분석 논리로는 10년 뒤인 1995년, 미국의 경상수지 적자가 1985년과 비슷한 수준이었음에도 불구하고 정반대로 달러화를 평가 절상하는 역플라자 합의에 왜 미국이 동의하였는지를 설명할 수 없다. 따라서 플라자 합의와 역플라자 합의 사이의 기간에 미국에 어떤 변화가 있었는지를 살펴보는 것이 필요하다.

그리고 앞서의 선행연구들은 플라자 합의라는 하나의 사례를 주된 분석

10) Ronald I. McKinnon, *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*. (Cambridge: MIT press, 1996) 참조.

대상으로 하고 있기 때문에 플라자 합의의 동인이 되었던 행위자들의 정치적 압력만을 다루고 있다. 그런데 미국에서의 변화를 살펴보기 위해서는 동태적 관점이 요구된다. 선행 연구들에서 행위자들의 정치적 압력이 미국 정부의 통화 정치 노선의 동인이 되었으며, 결국 국제적 협력을 통해 플라자 합의를 이끌어 내었다면, 정반대의 역플라자 합의를 설명하기 위해서는 플라자 합의 이후 행위자들의 선호에 변화가 있었는지 혹은 선호에 변화가 없었더라도 행위자들의 선호에 입각한 기존 행동을 제약하는 것이 있었는지 살펴보아야 한다는 것이다. 또는 선호가 달랐던 행위자간의 역관계에 변화가 있었는지 살펴보아야 한다는 것이다.

그렇다면 그러한 변화는 어떻게 나타났을까? 그것은 경제 구조의 변화가 주요하게 영향을 끼쳤다고 할 수 있다. 구조의 변화는 행위자들에게 선호 변화를 강제하거나, 기존에 선호가 달랐던 행위자들의 역관계에 영향을 끼치게 된다. 그런데 선행 연구들은 이러한 구조 변화에 대한 시각을 내포하고 있지는 않다. 선행 연구들은 플라자 합의라는 하나의 사례 분석 연구이기 때문에 구조 변화를 추적할 이유가 없다. 그렇지만 미국의 통화 정치가 10년 사이에 정반대의 행위로 나타나게 된 것을 분석하기 위해서는 플라자 합의 이후의 변화를 추적해야 하며, 따라서 구조적 변화에 대한 분석이 요구된다. 본 연구에서는 선행 연구들에서의 행위자에 대한 측면과 더불어 미국의 경제 구조에 대한 분석을 통해 플라자 합의에서 역플라자 합의까지의 기간에 어떤 변화가 있었는지를 추적할 것이다.

그리고 이러한 변화는 미국 국내적 변화에 국한되지 않는다. 환율 자체가 국제 관계를 반영하는 것이기에, 환율 변동성의 방향은 미국의 주요 상대국들의 경제적 상황에 직접 영향을 끼쳤다. 따라서 플라자 합의에 있어 주된 상대였던 일본과 서독, 특히 역플라자 합의에 주요한 원인이 되었던 일본의 변화 역시 검토되어야 한다. 일본이나 독일이 자국의 수출 경쟁력이 악화할 것이 분명함에도 불구하고 플라자 합의에 동의하게 된 데에는, 국제금융통화체제의 안정이라는 체계 차원의 제약이 가장 큰 요인이라 할 수 있지만, 이러한 차원의 제약을 수용하여 내재화하는 국내 행위자들의 선호 변화가 있었다고 볼 수 있다. 그렇지만 그러한 선호 변

화는 다시 국내 경제 구조에 의해 제약되기 때문에, 구조의 변화가 전제되지 않는다면 선호 변화는 일정한 한계에 봉착하게 된다.

달러화의 지속적인 평가절상으로 인하여 미국의 경상수지 적자가 통제 불가능할 정도로 확대된다면, 이는 결국 국제금융통화체제의 붕괴를 우려할 정도의 문제가 될 것이었다. 실제로 1930년대 대공황 이후 각 국가들은 당시의 국제금융통화체제였던 금본위제를 붕괴시키고 일방적으로 자국 통화를 평가 절하하는 소위 ‘통화 전쟁(currency war)’에 돌입하였다. 이는 극단적인 보호무역주의에 입각한 통화 정치의 발현이었으며, 결국 2차 세계대전의 발발로 귀결되었다. 이러한 역사적 경험에서 배태된 트라우마가 1944년 2차 세계대전의 종전을 앞두고 국제 정치경제질서를 새롭게 구축하는 브레튼우즈 회합을 성사시켰으며, 브레튼우즈 체제의 붕괴 이후에도 스미드소니언 회합, 킹스턴 회합 등을 통해 포스트 브레튼우즈 체제를 형성하게 한 것이었다. 플라자 합의 역시 그 연장선에서 이루어졌다고 할 수 있다.

2) 역플라자 합의

플라자 합의 이후, 특히 1990년대에 들어오면서 미국과 세계 경제에는 이전과 다른 양상들이 나타난다. 1970년대를 특징 지웠던 스태그플레이션 상황에서는 제조업의 이윤율 저하가 두드러지게 나타났지만, 1990년대에 들어오면서 제조업의 이윤율 저하가 회복되기 시작한 것이었다. 브레너(Brenner)는 1995년의 ‘역플라자 합의(Reverse Plaza Accord)’야말로 미국 경제와 세계 경제의 장기 침체와 회복의 과정에 있어 중요한 전환을 보여주는 상징적 사건이었다고 분석했다.

그는 자본주의 발전의 후발 주자가 발전의 선도 주자를 따라잡으려고 노력하고 마침내 따라잡는데 성공하는 과정을 ‘불균등 발전(uneven development)’이라는 개념에 입각하여 설명했다. 불균등 경제 발전은 전후 장기 호황과 1960년대, 1970년대 초의 수익성 위기 둘 다를 가져왔으며, 따라 잡기가 진행되는 동안은 전 세계적으로 고이윤, 고투자, 생산성

증가의 선순환이 지속되었다. 그러나 일단 후발 주자-일본과 서독-이 선두 주자-미국-을 따라잡자, 그 결과는 전 세계적인 생산능력 과잉과 그로 인한 이윤율의 하락 압력이 나타났다. 이러한 수익성 위기에서 미국은 달러화의 대폭적인 평가 절하-플라자 합의-를 적극적으로 추진하여 위기의 부담을 독일과 일본 제조업자로 전가했다. 브레너는 통화의 평가 절하와 평가 절상 조치를 자본가 간 경쟁 투쟁에서 정부가 사용할 수 있는 중요한 정책 도구로 보았다. 그런데 1985년의 플라자 합의와 1987년의 루브르 합의 이후에도 미국 경제는 1970년대와 1980년대 보다 훨씬 느리게 팽창했다. 이러한 상황은 일본 및 유럽 역시 마찬가지였다. 1990년대 미국의 클린턴 행정부는 임금과 물가 상승 억제에 초점을 맞추고 있었으며, 따라서 수요 둔화가 가장 효과적인 정책 수단이었다. 그리고 금리 생활자의 이익을 증대시키면서 갈수록 성장하고 있었던 금융 부문도 대출 자산의 가치를 유지하고 주가 상승으로 인한 이익을 얻기 위해 인플레이 억제 정책을 요구했다. 클린턴 행정부는 엔화 강세의 결과 일본이 겪고 있던 가중되는 압력을 활용했다. 예를 들면 일본이 미국 자동차 부품에 대한 시장 개방에 동의하지 않을 경우 미국의 일본 자동차 시장을 폐쇄할 것이라고 위협했다. 그런데 1995년 엔화 가치는 지속적으로 상승하여 4월, 1달러 당 79 엔이라는 사상 최고 수준에 도달하자 일본 생산자들은 ‘가변비용(variable cost)’조차 감당할 수 없게 되었다. 1994년에 있었던 멕시코의 폐소화 위기로 인해 미국은 충격을 입었는데, 일본판 위기는 분명히 훨씬 더 위험했을 것이었다. 만일 일본이 보유하고 있는 막대한 규모의 미국 자산, 특히 재무부 채권이 대규모로 청산된다면 이는 금리 인상을 촉발하고, 자금 시장을 놀라게 하여 달러 환류 시스템에 문제가 생길 수 있으며, 미국 경제의 불황을 유도할 수 있었다. 결국 1995년 봄과 여름 사이에 일본 자동차 부품 시장 개방 압력을 모두 중단하고, 일본과 독일 정부와 함께 엔화(와 마르크화) 가치의 하락과 달러 가치의 상승을 위한 공동보조를 취하기로 합의했다. 이러한 방향 전환은 미국 금리 대비 일본 금리의 인하와 재무부 채권과 같은 달러화 표시 유가 증권에 대한 일본의 매입 확대, 독일과 미국 정부의 달러 매입 확대를 통해 이루어졌다. 미국

은 이 역플라자 합의를 통해 플라자 합의 이후 달러 약세로 인한 제조업 부문의 경기 회복이라는 결정적 경쟁 우위를 포기했다. 그러나 미국은 해외 투자 자금이 대거 유입되고 저가품이 대거 수입되는 반대급부를 얻었다. 해외 투자 자금의 대규모 국내 유입은 미국 경제의 경상수지 적자의 증가를 벌충하고 금리를 인하하여 주가를 상승시키는 데 도움이 될 것으로 전망되었다. 또한 저가품의 대규모 수입은 국내 물가를 하락시켜 연준의 인플레이 억제 정책에 도움이 될 것으로 전망되었다. 특히 브레너는 이 역플라자 합의와 1990년대 중반 이후 연준의 방만한 신용 체제로 풀린 자본의 유입은 주식시장 거품의 필수 조건이었으며, 결국 2000년 나스닥 시장 거품의 붕괴로 귀결되었다고 했다.¹¹⁾ 아리기(Arrighi)는 이러한 브레너의 분석이 오로지 제조업에만 초점을 맞추고 있다는 점을 비판하고 있다. 전 세계 제조업이 생산한 부가가치의 비중은 상대적으로 작으며, 1960년의 28%에서 점차 줄어들어, 1980년에는 24.5%, 1998년에는 20.5%까지 감소했다는 점을 지적하고 있다. 게다가 이러한 위축은 브레너가 분석한 선진 자본주의 국가에서 평균보다 더 컸다. 제조업은 생산 활동에서 벌어들인 수입과 이윤보다 금융에서 나오는 수입과 이윤에 점점 더 의존하게 되었다. 즉 국제적 경쟁의 격화에 직면했던 미국의 제조업들은 자신의 현금 수입 흐름에서 더 많은 비율을 고정 자본과 상품 투자에서 금융적 경로를 통한 유동성과 축적으로 돌림으로써 수익 하락에 대응했다.¹²⁾ 즉 아리기는 제조업이 이러한 비금융 경제의 금융화로의 추세를 억누른 것이 아니라 주도했다는 점을 지적하면서 브레너를 비판했다.

브레너는 미국 경제와 세계 경제의 장기 침체와 회복이라는 관점에서 역사적 변화를 분석하고 있지만, 구조의 변화는 주요한 초점이 아니었다. 그런데 미국의 경제 구조는 1980년대부터 금융화를 통해 변화가 시작되었으며, 1990년대에 들어와 구조 변화가 제도화 된 것으로 보인다. 브레너의 관점에 따르면 볼커 전환 이후 조정에 들어갔던 미국의 제조업은 플

11) Robert Brenner, *The Boom and Bubble*, 정성진 역, 『붐 앤 버블: 호황 그 이후, 세계 경제의 그늘과 미래』 (서울: 아침이슬, 2002), pp.169-175.

12) Giovanni Arrighi, *Adam Smith in Beijing: Lineages of 21 Century*, 강진아 역, 『베이징의 아담 스미스: 21세기의 계보』 (서울: 도서출판 길, 2009), pp.197-200.

라자 합의 이후 조정 부담 비용을 전가하면서 이윤율을 회복하고, 이를 바탕으로 1990년대 초 일본 경제의 거품 붕괴 이후 역플라자 합의를 통해 일본 경제에 구원의 손길을 내밀 수 있는 여유를 갖게 된 것으로 보아야 할 것이다. 그러나 미국 경제는 볼커 전환의 조정을 거쳤음에도 불구하고 제조업의 생산을 통한 이윤율의 회복은 쉽게 나타나지 않았으며, 이럼에도 불구하고 역플라자 합의를 할 수 있었던 배경에는 금융 채널을 통한 이윤율 회복이 있었던 것이다.

이미 1990년대 중반부터 비금융 기업들조차도 금융 채널을 통한 이윤 비중이 급격하게 상승했으며, 심지어 미국 기업 총이윤에서 금융, 보험, 부동산(FIRE, Finance, Insurance, Real Estate)의 비중이 1980년대에는 제조업 비중을 거의 따라 잡았고, 1990년대에는 이를 뛰어 넘었다. 즉 제조업조차도 주요한 이윤 채널이 변화하게 된, 성장 레짐의 변화라는 구조적인 변화를 주요한 변수로 설정하지 않는다면 플라자 합의와 역플라자 합의라는 상반된 미국의 행위를 동일한 분석틀로 설명할 수 없다.

역플라자 합의에 대해 국제적 관점에서 분석한 다른 연구가 빔스(Beams)의 연구이다. 빔스는 역플라자 합의를 국제정치경제 시스템의 안정성 확보라는 체계 차원의 시각에서 분석했다. 엔-달러 환율이 1 달러 당 80 엔 마저 무너지는 상황, 즉 지나친 엔화의 고평가로 인한 국제정치경제 시스템 차원의 충격에 대한 우려로 역플라자 합의가 이루어졌다는 것이다. 1995년 4월, 일본 엔화의 대 달러 환율이 역사적인 고평가를 기록하게 되자, 일본 기업들은 거의 유지 자체가 힘들 정도의 상황에 몰리게 되었다. 이러한 상황에서 일본은 당시 대규모로 보유하고 있던 미국 자산, 특히 미국 재무부 채권을 매각하여 유동성을 확보하는 문제를 고심하게 되었다. 이는 미국의 경기 침체를 야기할 수 있는 사안이었다. 이에 루빈 미 재무부 장관은 엔화의 가치를 낮추고 달러화의 가치를 상승시키는 공동 행동에 동의하게 되었으며, 이 역플라자 합의가 클린턴 행정부에서 ‘강한 달러(strong dollar)’ 정책의 출발점이 되었다는 것이다. 역플라자 합의의 결과로 국제 자본은 미국으로 유입되었고, 주식 시장의 상승과 이자율 상승 압력을 상쇄하는 금융 시장의 붐을 일으켰으며, 투자 붐으로

이어지게 되었고, 미국 국내 수요의 확대를 가져왔다. 이는 연쇄적으로 재차 국제 자본의 유입을 불러 일으켜 달러화의 가치를 더욱 강하게 했다. 그렇지만 이 과정에서 나타난 금융 거품은 경상수지 적자를 더욱 확대시키는 것으로 귀결되었다고 했다.¹³⁾

빔스의 연구에 따르면 미국에서의 자본 유출 문제가 역플라자 합의를 이끌어 낸 원인 중의 하나였다고 할 수 있다. 경상수지 적자가 확대되고 있는 상황에서 미국에서의 막대한 자본 유출이 일어난다면 미국은 경상수지 적자 문제의 관리에 심각한 위험에 처할 수 있었다는 것이었으며, 따라서 엔화의 평가 절하를 통해 미국에서의 자본 유출을 미연에 방지했어야 했다는 것이다. 그런데 자본 계정의 흑자로 경상수지 적자를 상쇄해야 했던 미국의 입장은 자본 유출만이 아니라 자본 유입의 문제에도 민감할 수밖에 없어야 했다.

1980년대 초, 볼커 전환의 여파로 제3세계 부채 위기가 발생하면서 중남미에서 탈출한 국제 자본이 미국으로 유입된 것이 달러화의 평가 절상을 더욱 가속시켰다. 즉 국제 자본의 이동 방향은 환율 변동성에 영향을 끼치는 또 다른 중요한 변수가 된다는 것이다. 이러한 국제 자본의 이동 방향은 국제적인 금융 위기와 미국의 주요 경제 상대국의 경제 상황에 영향을 받았다. 국제적인 금융위기가 발생하면 국제 자본들이 안전 자산으로 인식하고 있는 달러 표시 자산의 매입이 확대되었으며, 일본의 엔화 표시 자산 역시 안전 자산의 하나로 인식되어 매입이 확대되었다. 그러나 플라자 합의 이후 일본 경제의 거품이 붕괴한 상황에서 달러 표시 자산을 매입했던 일본 자본은 달러 표시 자산을 매각하고 일본으로 회귀하게 되고, 이는 엔-달러 환율에 영향을 끼치게 되었다. 따라서 미국의 통화 정책이 환율의 변동성에 따라 나타나게 된다면, 미국이 통화 정책을 실행함에 있어 주요하게 고려하게 되는 측면이 국제 자본의 이동 방향성이라는 것이다.

이제까지 플라자 합의와 역플라자 합의, 그리고 그것이 국내외적으로

13) Nick Beams, "Currency upheaval could have major consequences," 29. May. 2003 (<https://www.wsws.org/en/articles/2003/05/doll-m29.html>).

어떤 영향을 끼쳤는지에 대한 선행연구들을 검토해보았다. 플라자 합의가 달러화의 급격한 평가 절상을 가져왔던 볼커 전환의 여파로 경상수지 적자 확대를 해결하기 위하여 미국이 국제적 거버넌스를 통해 이끌어낸 국제 정치였다면, 역플라자 합의 역시 플라자 합의 이후 일시적으로 균형에 이르렀던 경상수지 적자가 다시 급격하게 확대되고 있는 상황에서 이루어진 미국의 국제적 거버넌스를 통한 국제 정치였다. 선행 연구에 대한 비판적 검토를 통해, 본 연구에서는 미국의 경제 구조와 행위자들의 상호작용을 통해 형성되는 미국의 성장 레짐 변화를 주요한 변수로 설정하고자 한다. 성장 레짐의 변화에 따라 미국에게 유리한 국제 자본의 이동 방향성이 결정되며, 그러한 방향에 유리하도록 중장기적 환율의 방향성을 유도하는 것이 통화 정치의 실행 방향이 된다는 것이다. 다음 절에서는 본 연구에서 사용하는 기본적 개념들에 대한 이론적 검토를 하도록 하겠다.

(2) 이론적 검토

1) 통화 권력과 통화 정치

Andrews는 ‘국제통화권력(international monetary power)’이란 한 국가의 행태가 다른 국가와의 통화 관계로 인하여 변화할 때 발현된다고 한다¹⁴⁾. 국제통화권력이 행사되는 관계는 국가 간의 거시 수준(macro level)에서, 그리고 국내의 미시 수준(micro level)에서 나타난다. 이 두 수준은 서로 연계되어 있다. 즉 미시 수준의 행태가 거시 정책에서의 변화에 대한 압력으로 결과할 수 있으며, 반대로 거시 수준에서의 행태가 미시 정책에서의 변화를 야기할 수도 있다. 그렇지만 이 두 수준은 분석적 목적을 위해 구분될 필요가 있다. 국가는 일정 기간 동안 재화와 용역의 무역, 다양한 형태의 자본 이동 등을 통해 통화의 유입과 유출을 겪는

14) David M. Andrews ed., *International Monetary Power*, (Ithaca: Cornell University Press, 2006), p. 8.

다. 이러한 유입과 유출의 합이 바로 ‘국제수지균형(balance of payments)’이다. 그런데 국제수지가 항상 균형을 유지할 수는 없으며, 따라서 국제수지의 불균형은 자연스럽게 나타나는 문제이다. 국제수지의 불균형이 발생하면 자연스럽게 그에 대한 조정의 문제가 뒤따르게 된다. 조정이 수반되는 수지 불균형(혹은 예상되는 불균형)은 국가들이 선호하는 정책을 포기해야하는 압력으로 결과할 수 있다. 이러한 불균형의 조정 문제는 현대 민주주의 국가에 들어와 국가 경제 정책의 성과에 대한 유권자들의 기대가 커짐과 동시에 그에 대한 반응이 여론과 선거를 통해 작용하기에 확연하게 중요한 정치적 문제가 되었다. 그 결과 국가들 사이에서 조정 비용의 분배가 매우 논쟁적인 문제가 되었다. 흑자국 경제를 팽창시켜서 혹은 적자국 경제를 축소시켜서 국제수지 균형이 회복될 수 있을까? 이와 같은 문제는 매우 정치적이며 권력 관계가 그 해결에 있어 중심적 역할을 한다. 따라서 거시 수준에서는 국제수지불균형의 조정 문제가 통화 권력에 대한 토론에서 중심적인 문제가 된다. 그리고 통화 체제는 미시 수준에서 정책 선택에 영향을 끼치는 방식으로 민간 영역의 행태와 개인의 의식을 형성할 수 있다. 또한 국제 통화 관계는 경제적 이익을 명료하게 재규정하고, 사회적 정체성을 재정의할 수 있게 한다. 이렇게 볼 때, 거시 수준에서 핵심적인 이슈는 결국 조정의 비용을 누가 지불할 것인가 하는 문제이며, 미시 수준에서 핵심적인 이슈는 결국 조정을 통해 누가 혜택을 받는가 하는 문제이다.¹⁵⁾

국제수지 적자국의 불균형에 대한 조정은 원칙적으로 세 가지 정책 수단-통화의 평가 절하(depreciation), 디플레이션(deflation), 직접 통제(direct control)-을 통해 이루어진다. 평가절하는 자국의 통화 가치를 낮춰 수출품의 가격 경쟁력과 수입품과 경쟁하는 국내 생산품의 가격 경쟁력을 강화하여 수출을 촉진하고 수입을 억제함으로써 불균형을 조정하려는 것이다. 디플레이션은 국내 경제의 총제적인 지출 수준을 감축함으로써 수입을 억제하는 것이다. 이는 중앙은행의 통화 공급과 이자율에 대한 통제와 같은 통화 정책을 통해 이루어진다. 직접 통제는 관세 및 비관세

15) *Ibid.*, pp. 10-11.

장벽 등을 통해 수입을 제한하거나, 자본 통제를 통해 자본 유출을 제한하려는 정책 수단을 활용하는 것이다. 흑자국의 경우에 있어 적자국의 경우와 조정의 방향만 다를 뿐 동일한 선택지를 갖게 된다. 환율 재평가(평가 절상), 국내 경제의 팽창(인플레이션), 무역과 자본 통제의 철폐 등이다. 적자국이든 흑자국이든 조정을 위한 선택은 일정한 부담을 내포하고 국내 경제에 비용을 초래하며, 이는 경제적 혹은 정치적 비용 부담이 된다.¹⁶⁾

국제 수지 불균형의 문제는 필연적으로 공유된다. 한 국가의 적자는 다른 어떤 국가의 흑자이다. 그러나 조정의 비용은 공유되지 않는다. 따라서 국가들이 조정할 때 조정 비용은 단일한 형태가 아니다. 어떤 경우에는 지속적(continuing)인 비용이 부과되며, 또 다른 경우에는 과도적(transitional)인 비용이 부과된다. ‘지속적 조정 비용(the continuing cost of adjustment)’은 수지 균형의 회복에 관련된 모든 변화가 발생한 후 나타나 지속되는 비용이다. 이 비용은 이전의 적자 국가에 의해 지불되어야만 한다. 왜냐하면 정의에 따르면 적자국이란 자신들의 수입을 초과하여 자원을 흡수하는 국가이며, 균형으로의 회귀는 이러한 문제가 있는 상태가 끝났다는 것을 의미하기 때문이다. 이와는 대조적으로 ‘과도적 조정 비용(the transitional cost of adjustment)’은 변화 그 자체의 비용을 언급하는 것이다. 즉 균형을 회복하는 데에 관련된 비용을 뜻한다.

모든 조정 전략은 고통스럽다. 어떤 유권자들은 환율의 움직임에 의해 더 손해를 보며, 또 다른 유권자들은 디플레이션에 의해 더 손해를 본다. 대외적 균형을 회복하는 과정에서 기인하는 국내적 내핍(austerity)이나 인플레이션에 대해 정책 결정자들을 비난하는 것은 쉽다. 정부 정책에 의해 손해를 보는 유권자들은 자신들에게 이러한 고통을 안겨준 정책 결정자들에게 다시 투표하려 하지 않는다.¹⁷⁾ 그러므로 국가들은 자신에게 부과되는 조정의 비용 부담을 회피하거나, 다른 국가들에게 전가하려고 하

16) Benjamin J. Cohen, *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry* (Princeton: Princeton University Press, 2015, pp. 52-54.

17) Stefanie Walter, *Financial Crises and the Politics of Macroeconomic Adjustments*, (New York: Cambridge University Press, 2013), p. 116.

는 경향이 나타난다. 결국 지도자들은 전환 비용에 대해 걱정하며, 일반적으로 다른 국가들이 그 비용을 지불해주기를 선호한다. 즉 조정 비용을 ‘외부화(externalization)’ 할 것을 선호한다. 그렇지만 외부화를 지향하는 이러한 노력이 항상 성공적일 수는 없다. 따라서 국제 통화 관계는 본래적으로 경쟁적인 차원에 놓여 있다. 그 경쟁의 결과는 권력에 기초하여 결정되곤 한다.¹⁸⁾

이러한 경쟁에 있어 조정 비용의 부담을 회피하기 위해 조정을 지연시키면서 현상을 유지할 수 있는 권력이 ‘(조정을) 연기하는 권력(power to delay)’이다. 이러한 조정 부담을 회피하는 권력은 조정을 요구하는 외부 압력에 대해 갖는 자율성이다. 이러한 능력에서 가장 중요한 결정 요소는 금융 변수이며, 특히 한 국가의 국제 유동성 포지션이다. 그것은 해외 준비금과 대외 신용에 대한 접근 모두를 포함한다. 한 국가가 더 많은 유동성을 갖고 있을수록 조정을 연기할 수 있다. 국제 유동성의 궁극적 목표는 국제 수지 적자를 감당하기 위한 용자에 있다. 적자 국가가 조정을 연기하는 시간이 길면 길수록, 다른 적자국가들이 대신 부담을 져야하는 압력이 더 커질 것이다. 흑자국은 조만간 적자가 될 때를 대비해서 역시 조정을 연기하는 데에 대한 유인 동기가 있다. 따라서 모든 국가들은 연기하는 권력이 의존하는 건전한 국제 유동성 포지션을 얻거나, 유지하는 데에 이해관계를 갖게 된다. 그런데 이러한 유동성은 보유하고 있는 준비금과 금융 용자 능력이 두 가지 주요한 구성 요소이기에, 적자 국가 사이에서 지속적 조정 비용의 배분은 채권자들이 갖고 있는 부채 청산 능력에 의해 크게 영향을 받게 되므로, 상대적으로 부유한 국가들에게 유리하게 된다. 따라서 채무자로서 가장 상층의 위치를 향유하는 선진 공업국가의 연기하는 권력이 가장 커지게 될 수밖에 없다. 이 때 자국의 화폐가 국제 거래의 기축통화로 사용되는 특권을 지닌 소수의 국가들은 다른 국가들이 가치 저장 수단으로서 국제 기축 통화를 보유하려하기 때문에, 금융 용자 능력이 효과적으로 강화된다. 그 결과 불균형에 대해 자국의 통화로 용자를 끌어올 수 있는 기축 통화 발행국의 능력이 커지며 이는 ‘눈물 없이

18) Andrews ed., *op. cit.*, p.13.

적자 상태를 운영할 수 있는 권리(right to run "deficit without tears")'를 향유할 수 있는 것이다.¹⁹⁾ 미국은 유례없이 장기간 경상수지 적자를 지속하고 있는데, 전 세계적으로 달러화와 달러 표시 자산에 대한 수요로 인하여 별다른 제약 없이 매해 자신의 적자를 용자 받음으로써 상쇄할 수 있다.

또 다른 통화 권력으로, 조정하는 과정에서 나타나는 과도적 비용을 외부화 하는 권력이 '(조정 비용을) 전가하는 권력(power to deflect)'이다. 이러한 능력은 한 국가 경제를 다른 국가 경제와 구별할 수 있게 해주는 근본적인 구조적 변수²⁰⁾-개방성과 각 개별 경제의 유연성의 정도-로부터 나온다. 경제의 개방성이 높을수록, 조정 과정이 시작되면 국가의 환율 시스템이 고정환율이든 변동환율이든, 조정에 의해 영향을 받는 영역이 더 크다. 유연성이 크다는 것은 대외적 환경 변화에 따라 생산에 필요한 자원들을 다른 영역으로 재할당되기 쉽다는 것이며, 조정 과정이 시작되더라도 국내적 불만이나 항의가 (상대적으로) 크지 않을 수 있다는 것이다. 역으로 노동시장과 생산시장의 경직성이 높을수록 결과적으로 시장의 혼란이 커진다. 이렇게 전가된 조정 부담 비용은 결국 다른 국가들이 대신 인플레이션을 겪는 것으로 귀결된다. 전가하는 권력을 의도적으로 행사하고자 할 때 상대적인 개방성과 유연성은 필요조건이 된다.²¹⁾

이러한 통화 권력(currency power)은 결국 국제금융통화체제 내에서 각 단위-국가-들의 배열을 결정해 준다. 월츠(Waltz)에 따르면 체계(system)는 구조와 상호작용하는 단위들로 구성되어 있다. 단위들의 위치와 배열의 문제는 단위의 속성이 아니라 체계의 속성이다. 그런데 (체계의) 구조는 체계를 구성하는 부분들의 배열이다.²²⁾ 월츠의 논의처럼 국제

19) 특히 브레튼우즈 체제에서 기축통화 달러의 발행국인 미국이 향유하는 이러한 특권을 프랑스는 '과도한 특권(exorbitant privilege)'라고 비판했다. 프랑스의 이러한 비판에 대해서는 Jacques Rueff, *The Monetary Sin of the West* (New York: Macmillan, 1972). 참조.

20) 여기에서 Cohen이 말하는 구조는 국제통화체제의 구조가 아니라 해당 국가 경제 체제의 구조를 지칭하는 것이다. 국제통화체제의 구조에 대해서는 아래에서 논의하고자 한다.

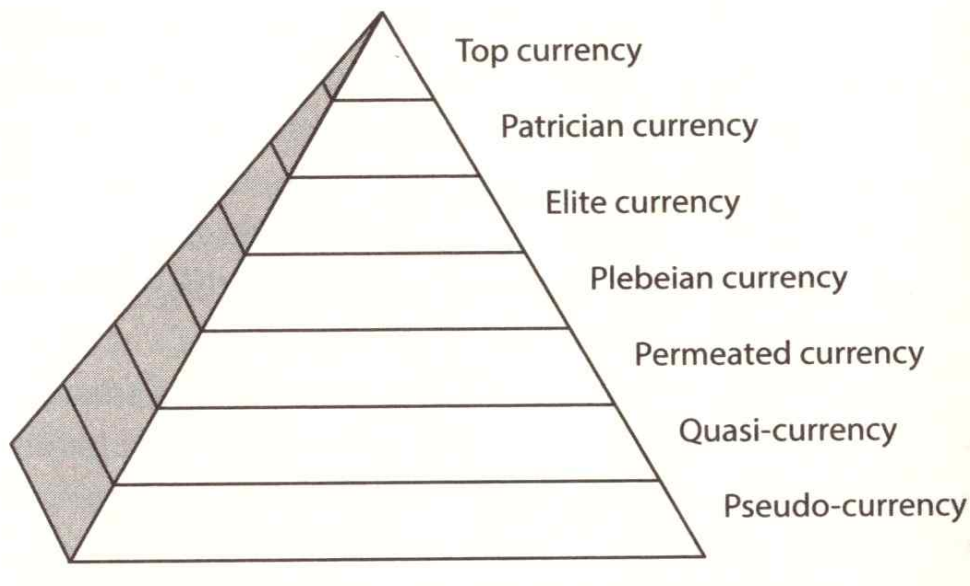
21) Cohen, 2015, *op. cit.*, pp.64-68.

22) Kenneth N. Waltz, *Theory of International Politics* (New York: McGraw-Hill, 1979), pp.79-81.

금융통화체제 역시 구조와 상호작용하는 단위들로 구성되어 있으며, 단위들은 각 국가들의 통화이다. 그리고 국제금융통화체제 역시 무정부적 상태에서 단위-통화-들의 능력 분포(distribution of capability)가 금융통화체제의 속성이 되며, 이러한 능력 분포에 따라 위계적 속성을 보인다.

현재의 국제금융통화체제는 이러한 통화 권력의 상대적 분포를 반영하여 볼 때 달러 일극구조의 위계적 질서로 형성되어 있다. 이는 브레튼우즈 체제 성립 당시 달러화를 국제 기축통화로 사용하기로 한 결정에 따라 형성된 것이기도 하지만, 브레튼우즈 체제가 붕괴한 이후 현재까지도 달러 일극 구조는 유지되고 있다. 즉 현재의 국제금융통화체제는 달러화를 정점으로 하여, 그 하위에 강대국들의 통화가, 그리고 또 그 하위에 약소국들의 통화가 배열되어 있는 구조를 갖고 있다는 것이다. Cohen은 이러한 통화 권력의 상대적 분포를 통화 피라미드라고 설명했다. 다음 <그림 2-1>이 Cohen의 통화 피라미드를 설명하는 그림이다.

<그림 2-1> 통화 피라미드²³⁾



23) Cohen, 2015, *op.cit.*, p.16.

이 피라미드에서 최상위 통화(top currency)의 지위는 1차 세계대전 이전의 영국 파운드화와 2차 세계대전 이후의 미국의 달러화만이 갖고 있다. 귀족 통화(patrician currency)는 국제통화의 다양한 목적으로 사용되고 있지만 지배적이거나 보편적인 위치에는 못 미치는 통화로, 유로화와 엔화가 이에 해당하며, 위안화가 곧 이 위치에 올라올 것이라고 예측한다. 엘리트 통화(elite currency)는 국제적으로 사용하기에 충분히 매력적이지만 자신의 영토를 넘어 직접적인 영향력을 끼치기에는 불충분한 통화로, 영국의 파운드화, 스위스 프랑, 호주와 캐나다 달러 등이다. 평민 통화(plebeian currency)는 국내적으로는 화폐의 전통적인 모든 기능을 배타적으로 하고 있지만, 국제적으로는 무역 거래에 있어 일부 사용되고 있는 것을 제외하고는 거의 국제통화로서의 역할을 하지 못한다. 소규모 공업국가인 노르웨이, 스웨덴과 중간 소득의 신흥시장 경제인 싱가포르, 대한민국, 타이완 및 부유한 석유 수출 국가들인 쿠웨이트, 사우디아라비아, UAE 등의 통화가 그 예이다. 침윤통화(permeated currency)는 명목상 통화 주권이 발행국 정부에 있지만, 화폐의 가치 저장 기능에 있어 해외의 통화가 해당국 통화를 대체한 경우이다. 라틴아메리카나 서남아시아의 개발도상국가들의 통화가 해당된다. 준통화(quasi-currency)는 명목상 통화 주권을 갖고 있지만, 가치저장 기능뿐만 아니라 회계 단위와 교환수단마저도 해외 통화로 대체된 경우이며, 모조 통화(pseudo-currency)는 이름으로만 존재하는 경우로, 법화로서도 미국의 달러화가 선호되는 파나마의 명목통화(token money)가 대표적인 사례이다.²⁴⁾

이렇게 통화는 국제금융통화체제의 구조에서 차지하고 있는 위상에 따라 내포하고 있는 권력의 크기가 차별화되며, 통화가 내포하고 있는 권력, 즉 ‘통화 권력(currency power)’은 현실에서 정치적 관계를 통해 발현된다. 그런데 통화 권력은 일반적 의미의 권력처럼 두 가지 측면에서 논의되어야 한다. 스트레인지(Strange)는 권력의 두 가지 측면에 대해 ‘관계적 권력(relational power)’과 ‘구조적 권력(structural power)’으로

24) *Ibid.*, pp.15-19.

설명하고 있다. 관계적 권력은 권력에 대한 고전적인 달(Dahl)의 설명을 따라, A가 B에게 작용하여 B로 하여금 무엇인가를 하도록 하는 힘이라고 설명하고 있다. 반면에 구조적 권력은 세계정치경제의 구조를 형성하고 결정하는 힘이라고 한다. 구조적 권력은 토론의 의제를 설정하거나 국제정치경제를 규정하는 규칙과 관행의 국제 레짐을 설계하는 (미국식 학문 용어로) 권력 그 이상을 의미한다. 구조적 권력은 간단히 말하면 어떤 일을 어떻게 해야 될지를 결정하는 힘이며, 국가와 국가 간, 국가와 사람들 또는 기업집단들 간 관계를 결정짓는 기본 틀을 형성하는 힘을 말한다.²⁵⁾

따라서 통화 권력이 작동하는 방식 역시 관계적 권력으로서 작동하는 방식과 구조적 권력으로서 작동하는 방식으로 나누어 살펴볼 수 있다. 커쉬너(Kirshner)는 통화 관계가 국제정치에 어떻게 작용해 왔는지에 대해 구체적 사례 비교를 통해 분석했다. 커쉬너에 따르면 통화 권력은 세 가지 방식으로 행사될 수 있다고 한다. 첫째, ‘통화 조작(currency manipulation)’을 통해서이다. 이는 공격 목표가 된 통화의 안정성과 가치에 영향력을 행사하는 행동을 일컫는다. 둘째, ‘통화 의존성(monetary dependence)’의 배양과 활용이다. 이는 영향력의 범위를 형성하는 것이다. 타국의 통화를 자국 통화로 사용하거나, 통화를 연동(peg)시키거나 혹은 국제 거래에 타국 통화를 사용하는 국가들은 해당 타국에 권력을 제공하는 것이다. 이 경우 모국은 통화 의존 국가들의 운명에 중요한 정도로 통제할 힘을 얻을 수 있다. 세 번째는 ‘체계적 혼란(systemic disruption)’의 유발이다. 통화 질서를 혼란시키겠다는 협박을 통해서 혹은 실제 혼란을 유발함으로써 다른 이득을 얻는 행위이다. 이는 특정한 통화에 대한 반대로서, 특정한 국제통화체제 혹은 하위체제를 대상으로 하여 통화 권력을 행사하는 시도를 의미한다.²⁶⁾

커쉬너는 이러한 논의를 바탕으로 통화 권력을 행사하는 다양한 강압의 사례를 들고 있다. 그중 흥미로운 것이 수에즈 운하 사건에서 영국에 대

25) 권력에 대한 이러한 설명에 대해서는 Susan Strange, *State and Markets*, 양오석 역, 『국가와 시장』 (서울: 푸른 길, 2005). 참조.

26) Jonathan Kirshner, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1997), pp.8-19.

한 미국의 강압 사례이다. 1956년의 수에즈 운하 사건은 국제 관계 연구에 있어 풍부하고 중요하며 많은 것을 깨우쳐주는 사례이다. 이 사건은 미국과 유럽 관계에 있어 큰 긴장을 야기했던 역사적으로 중요한 사건이었다. 1955년, 영국, 파키스탄, 이란, 이라크 및 터키의 방위 동맹 조약 체결에 대해 이집트는 중동에서 영국의 권력을 강화하기 위해 맺어진 것으로 간주했다. 때문에 이집트는 소련에 친화적이 되었다. 이에 영국과 미국은 이집트에 애스원 댐 건설을 위한 원조를 제공하겠다는 유화적 태도를 표명했지만, 나세르는 수에즈 운하를 국유화하고 애스원 댐 건설 비용을 위해 통행료를 징수하겠다고 했다. 수에즈 운하 주식회사의 대주주이자 수에즈 운하 이용 선박의 1/3 가량이 자국 선박이었던 영국은, 만일 운하의 국제화에 대한 타협이 거부된다면 무력을 사용하기로 결정했다. 프랑스 역시 자국의 이해관계가 달려 있는 이스라엘에 대한 이집트의 적대적 행위와 알제리 해방운동에 대한 이집트의 지원 때문에 영국의 무력 사용 결정을 지지했다. 반면에 미국은 이집트의 수에즈 운하 주식회사의 몰수에 대해 보다 냉철하게 대응하여 군사력 사용을 반대했다. 특히 미국은 중동 지역에서 유럽 국가들의 영향력이 약화되는 것을 은근히 기대했다. 결국 영국과 프랑스는 이스라엘과 함께 수에즈 운하를 군사력으로 장악했다. 이에 미국은 이 문제를 UN의 의제로 올려, 수에즈 운하에서 휴전과 영국 및 프랑스 군대의 철수를 64대 5로 결의했다. 이어서 미국의 험프리 재무장관의 명령에 따라 뉴욕 연방은행은 영국의 파운드화를 매각하기 시작했다. 이는 명백히 통화 조작이었다. 영국의 수에즈 운하 공격 이후 국제 금융에서 파운드화 이탈이 나타나고 있던 와중에 미국의 파운드화 매각은 결정적인 타격을 주었다. 영국의 준비금은 세 달 만에 15%가 축소되었으며, 축소된 금액은 2억7,900만\$에 달했다. 미국이 파운드화를 매각한 11월 이후에는 3억1,100만 \$가 축소되었다. 심지어 미국은 영국이 자국 소유의 IMF 준비금에 접근하는 것조차 막을 것이라고 협박했다. 그러나 영국이 미국의 요구를 수용한다면 미국은 영국의 IMF 준비금에 대한 접근을 막지 않을 것이며, 영국의 금융적 난관을 해결하기 위해 추가적으로 5억\$의 수출-수입 신용을 제공하겠다고 했다. 결국 영국은

프랑스의 항의에도 불구하고 단 하루 만에 휴전을 결정했다.²⁷⁾

이 사례는 통화 권력을 바탕으로 국제정치에서 패권국 미국이 직접적으로 영향력을 행사하여 영국의 행동을 강압적으로 변화시키고 자국의 이익을 관철한 사례이다. 따라서 달러화가 갖고 있는 관계적 권력의 행사 사례로 볼 수 있을 것이다. 그런데 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 달러화의 통화 권력은 구조적 권력의 측면이 중요하게 강화된다. 이는 포스트 브레튼우즈 체제가 무체제(non-system)로 변화한 것과 밀접한 관계가 있다. 체제적 제약이나 규율이 없는 무체제의 국제금융통화체제에서 미국의 통화 권력은 직접적인 강제나 강압을 하지 않더라도 달러화의 패권이 유지되고 있다. 금융위기와 같은 상황에서 상대국이 미국에게 직접적인 도움을 요청할 경우에 관계적 권력의 행사가 가능하지만, 포스트 브레튼우즈 시기에 들어와서는 이 경우에도 미국은 직접 구제 금융을 진행하지 않았으며, IMF를 통한 간접적 방식을 택했다.

결국 포스트 브레튼우즈 시기 달러 패권이란 금태환과 같은 명시적 공약이 없음에도 불구하고 국제 거래에서 달러화의 사용 비율이 높아지게 된 조건 속에서, 국제 정치경제의 행위자들이 달러를 보유하는 것이 각국의 이익이 되는 국제금융통화체제의 구조에서 비롯되었던 것이다. 브레튼우즈 체제의 붕괴에도 불구하고 키신저의 외교를 통해 석유 거래에 있어 달러화가 독점적인 통화가 된 것, 미국 금융 시장의 급격한 성장과 유로 달러 시장과 같은 역외 시장의 확대 등을 통해 국제 금융거래에서 달러화의 사용 비율이 급격하게 확장되었다. 결국 이러한 과정을 통해 국제금융통화체제에서 달러화의 일극 구조는 더욱 강화된 것이었다. 그런데 문제는 달러화의 가치가 고정되지 않고 변동하는 변동환율제에서, 달러화의 가치가 일정한 범위 내에서 변동되어야 국제금융통화체제의 안정이 유지될 수 있다는 점이었다.

일반적으로 환율 정책이 한 국가의 정치경제 모든 측면을 반영하고 있기 때문에, 환율은 한 국가의 정치경제적 제도 모든 측면을 반영하고 있다. 따라서 환율 정책을 통해 경제적 이익 집단의 이해관계와 영향력을

27) *Ibid.*, pp.64-69.

설명할 수 있다. 이는 개방경제와 폐쇄경제에 따라 다르게 나타난다. 폐쇄 경제에서는 통화 정책이 이자율에 영향을 미치고, 그를 통해 경제활동을 종합하게 된다. 금융적으로 개방된 경제에서는 이자율은 국내적 요인보다 세계적 요인에 의해 결정되는데, 고정환율제에서 통화 정책은 비효율적이지만 만일 변동환율제에서 통화 팽창은 통화의 평가 절하를 야기하고, 통화 긴축은 평가 절상을 가져온다. 환율은 국내외 모든 상품들의 상대 가격에 직접 영향을 끼치기 때문에 경제활동 참여자들에게 이자율보다 더 즉각적인 영향을 끼치게 된다.²⁸⁾ 이러한 관점에서 볼 때, 환율 변동은 국내 이익 집단들 간의 관계에 영향을 끼치게 된다. 이익 집단들마다 선호하는 환율 레짐-고정환율제와 변동환율제-이 다를 수 있으며, 선호하는 환율의 평가 수준-평가 절상과 평가 절하-이 다르게 되며, 이에 따라 정치 집단과의 연대 관계에 변화가 나타날 수 있다.

환율 변동은 위와 같은 방식으로 국내 정치에 영향을 미치지만 국제 정치에 있어서도 영향을 미치게 된다. 국가들마다 자신들이 선호하는 환율 변동과 환율 레짐이 다르기 때문이다. 그런데 국제 정치에서는 앞서 논의한 것처럼 통화 권력의 위계에 따른 차이가 나타날 수밖에 없다. 앤드류스(Andrews)에 따르면 다른 국가들과의 통화 관계로 인하여 한 국가의 행태가 변화할 때마다 통화 권력은 존재하지만, ‘통화 정치(monetary statecraft)’는 보다 제한적 의미를 갖는다고 한다. 그것은 다른 국가의 정책에 영향을 끼치기 위해 통화 관계에 대한 의식적인 조작을 의미하는 것으로, 통화 정치란 국가들 사이에서 주로 통화 관계의 조작에 바탕을 둔 영향력 행사 시도를 말한다고 한다.²⁹⁾ 즉 통화 권력은 그것을 활용하려는 목적의식적 노력이 없이도 존재할 수 있기에,³⁰⁾ 보다 구체적인 분석을 위해 관계적 속성으로서의 (통화)권력과 이러한 관계의 의도적 활용-

28) Jeffry A. Frieden, *Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy* (Princeton: Princeton University Press, 2015), pp.10-16.

29) Andrews, *op.cit.*, p.17.

30) 이렇게 간접적이고 심지어 비의도적인 권력의 행사에 대한 논의에 대해서는 Scott C. James and David A. Lake, "The Second Face of Hegemony: Britain's Repeal of the Corn Laws and American Worker Tariff of 1846," *International Organization*, 43 (1), winter, (1989). 참조. 저자들은 “시장 권력의 보이지 않는 손이 패권에 의해 의식적으로 행사될 필요는 없다”고 한다.

통화 정치-를 구분할 필요가 있다는 것이다. 이러한 통화 정치는 통화관계(currency relation)와 금융관계(financial relation)라는 두 가지 넓은 영역에서 확인할 수 있다. 즉 통화 가치 변화와 통화 사용 범위에서의 변화에 대한 정책과, 용자와 유동성 제공에 대한 정책에서 통화정치의 작동을 볼 수 있다.³¹⁾

통화 가치에 대해 정부는 자본 통제 시스템을 채택함으로써 (외부의 영향으로부터) 국내 정책을 단절시키려는 국내적 목표를 가질 수 있다. 다른 한편 정부는 수출을 촉진할 뿐만 아니라, 다른 이슈들에서 양보를 얻기 위해 환율 조작이라는 대외적 목표를 설정할 수 있다. 통화 사용에 있어서 정부는 국내적 자율성을 유지하기 위하여 자국 통화의 대외적 사용 제한을 원할 수 있다. 반면에 ‘주조권(seigniorage)’에서 나오는 이윤은 자국 통화의 국제적 사용을 원하게 하는 인센티브가 된다. 금융관계에 있어 채무자들은 채권자들의 변심에 대한 완충 장치를 확보하기 위해, 용자 기회에 대한 접근을 보장받고, 공적 유동성의 원천을 발전시키고자 하는 경향이 있다. 반면에 채권자들은 다른 이들의 용자에 대한 의존을 활용하고 제한된 양과 조건부의 유동성을 제공하려는 인센티브를 갖고 있다.³²⁾

통화관계에서 나타나는 ‘통화정치(currency politics)’는 국내적 정책 자율성 확보를 위한 국내 정책 단절과 환율 무기화-환율 조작-을 통한 영향력 확보이다. 자율성 유지를 위한 가장 확실한 정책은 자본 통제이다. 자본 통제보다 쉽게 환율 조작을 통해 외부 압력으로부터 자율성을 확보하려는 정책이 환율 안정화이다. 그렇지만 환율 조작은 국내적 자율성 확보뿐만 아니라 대외적 영향력을 행사하기 위하여 행해지기도 한다. 특정 국가 경제를 약화시키거나 국제 레짐을 혼란스럽게 하려는 악의적 노력 등이 그것이다. 환율 조작의 직접적인 방식은 준비금을 사용하여 외환시장에 개입하는 것이며, 보다 간접적인 방식은 시장 개입을 위해 추가적인 신용(credit)을 마련하거나, 해외 중앙은행과 같은 다른 공적 행위자들을 설득하여 공유된 목적을 지원하기 위하여 외환 시장에 개입하는 것 혹은 정책 목표를 지원하기 위하여 공적, 사적 행위자들이 투기적 행동에

31) Andrews, *op.cit.*, pp.22-24.

32) *Ibid.*, pp. 16-19.

참여하지 못하게 설득하는 것 등이 있다.³³⁾

대외적 영향력의 확보를 위한 통화정책의 또 다른 방식으로서는 자국의 통화가 국제통화로서 사용되는 것을 촉진(혹은 감소)시키려는 노력을 들 수 있다.³⁴⁾ 국제통화로서 통화의 사용이 증가하는 것은 주도권을 통해 해외로부터 부를 추출하는 통화 발행국의 능력을 강화시켜주며, 통화 발행국에게 통화 연루(entrapment)의 혜택을 증가시켜준다. 그렇지만 자국 통화가 국제통화로서 사용되는 비중이 증가하는 것에 따르는 책임은 부담으로 작용한다. 이는 전후 영국이 영연방에서 준비금으로서 파운드화의 기능이 유지될 수 있도록 파운드화의 환율 안정을 위한 막대한 비용을 부담한 사례에서 잘 나타난다. 이러한 사례의 교훈이 1970년대와 1980년대에 서독과 일본이 마르크화와 엔화가 국제통화의 역할을 맡는 것에 대해 소극적인 입장을 취하게 하였다.³⁵⁾

이러한 양면성에도 불구하고 통화 피라미드의 최상위에 존재하는 달러화의 경우 국제 기축통화로서 국제 유동성의 공급을 위해 유통량은 증가할 수밖에 없으며, 대체통화로서 달러화의 채택이나 준비금의 축적 등을 통해 연루 현상은 증가하게 된다. 그런데 달러화의 거래통화의 지위를 공고히 하려는 미국의 의식적 노력은 석유 거래 통화를 공식적으로 달러화를 채택하게 한 사례에서 잘 드러난다.³⁶⁾ 그 결과 달러화의 패권적 지위는 공고화 될 수 있었다.³⁷⁾

33) 커쉬너는 통화 조작이란 '통화 권력의 가장 손쉬운 도구로서 특정 이슈에서 목표가 된 국가의 선호 혹은 행동을 변화시키는 단기간의 강압적 권력'이라고 정의하고 있다. Kirshner, *op.cit.*, p.8.

34) 통화의 국제적 사용 동학에 대해서는 Benjamin J. Cohen, *The Geography of Money*, 박영철 역, 『화폐와 권력』 (서울: 시유시, 1999) 참조.

35) 서독과 일본의 1970년대, 1980년대 통화 정책에 대해서는 C. Randall Henning, *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan* (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1994), pp. 316-20.

36) 석유 거래 통화로 달러화가 채택되는 것은 국제통화로서 거래통화(vehicle currency)량의 증가라는 의미뿐만 아니라, 미국의 국제수지 적자에 대한 대외 융자의 의미로서 석유달러의 환류(petro-dollar recycling)라는 의미를 갖게 된다. 이에 대해서는 David E. Spiro, *The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Market* (Ithaca: Cornell University Press, 1999); Steven Emerson, *The American House of Saud: The Secret Petrodollar Connection* (New York: Franklin Watts, Inc., 1985) 참조.

37) 연루의 증가는 각국들의 필요에 의해 나타나는 측면도 있지만 패권국 미국의 전략적

조정 부담의 연기를 위한 통화 정책은 금융과 밀접한 연관을 갖게 된다. 국제수지 적자에 대해 어떻게 융자할 것인가 하는 점이 조정 부담의 회피 혹은 전가에 핵심 사항이기 때문이다. 국제수지 적자는 부채 융자(liability financing)를 통해서, 혹은 자산 융자(asset financing)을 통해서 상쇄되어야 한다. 부채 융자란 대외 신용에 대한 접근으로 통화 스왑 협정(swap arrangement), IMF로부터의 대출 등을 포함하며, 자산 융자란 축적된 준비금 혹은 그에 해당하는 것으로 유동성 제공을 의미한다.³⁸⁾

‘금융 외교(financial diplomacy)’는 전문화를 위한 기회가 적다는 점에서 무역과는 다르다. 그리고 금융의 중요한 원천이 되는 국가들은 부유한 큰 국가들이며, 이들이 금융의 배분을 가장 잘 할 수 있다. 가난한 작은 국가들, 특히 개발도상국들은 자국의 발전을 위하여 대출에 접근할 필요성 때문에 금융 외교에 있어 취약하게 된다. 그렇지만 1980년대와 1990년대에 미국이 국제 대출에 대한 의존이 컸던 것처럼, 큰 국가들 역시 국제 대출에 의존적이 될 수 있다. 게다가 경제 규모가 필연적으로 금융 외교를 수행하는 능력으로 전화되는 것은 아니다. 1, 2차 세계대전 이전의 독일처럼 어떤 큰 국가들도 그들이 해외에 대출을 해줄 수 있는 능력이 없다면 행위자로서의 능력에서 제약을 받는다. 통화 권력의 행위자들은 매우 큰 국가들-강대국 혹은 그에 준하는 국가들-이다. 이는 통화 관계가 본질적으로 위계적이기 때문이다. 따라서 국제통화체제에서 기축 통화 발행국이 가장 중요한 행위자가 된다. 기축통화의 핵심적인 후원 국가나 주요한 기축통화 보유 국가 역시 권력을 행사할 수 있다. 그런데 금융 관계는 ‘저량(貯量, stocks)’이라기보다 ‘유량(流量, flows)’을 나타낸다. 금융은 자금을 끌어오거나 상환하는 교환 메커니즘을 필요로 한다. 나아가 금융 관계는 그 자체로 상호 의존을 확대하며, 운영의 기회를 제공하기 위해 필연적으로 확대되어야 한다.³⁹⁾

결국 통화 권력을 행사하는 행위자들은 강대국들이며, 기축통화 발행국

행태에 의해 증가된 것으로 보는 것이 ‘달러 트랩’이라는 시각이다. 이에 대해서는 Eswar S. Prasad, *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton: Princeton University Press, 2014) 참조.

38) Andrews, *op. cit.*, pp.23-24.

39) Kirshner, *op. cit.*, pp.22-25.

은 국제금융통화체제에서 가장 큰 통화 권력을 행사할 수 있다. 기축통화 발행국은 통화 권력을 통하여 다른 행위자들의 행태를 자국의 의도에 맞게 유지 혹은 변경하도록 영향력을 행사할 수 있으며, 이 과정에서 자율성을 확보할 수 있다. 따라서 패권국의 통화 정치란 여타 행위자들에게 통화 권력을 통한 영향력을 행사하여, 자국 경제에 대한 조정 부담의 전가 혹은 연기에 대한 자율성을 확보하고, 자국의 정책 목표를 관철하려는 국제 정치적 행위라 정의할 수 있을 것이다. 따라서 환율 조정을 통해 조정 부담을 전가하거나 연기하려 할 때에는 다자주의적인 협치 메커니즘이 나타나게 된다.

그런데 조정 과정은 근본적으로 비용이 발생하게 된다. 따라서 이는 금융에 대한 접근과 밀접한 관계를 갖게 된다. 특히 조정 부담을 연기하고자 할 때에는 금융을 통한 융자가 필수적인 문제가 된다. 이 과정에서 통화 권력은 금융, 특히 글로벌 자본의 흐름을 자국에 유리하게 유지 혹은 변화시킬 수 있는 정책 목표를 갖게 된다. 이렇게 볼 때 패권국이 경상수지 적자를 지속적으로 유지하고자 할 때, 패권국의 통화 권력은 금융 친화적인 거시 경제 구조를 필요로 하게 된다. 때문에 패권국 미국이 지속적으로 경상수지 적자를 누적하고 있는 상황에서 금융 해방을 통해 금융 주도 성장 레짐(finance-led growth regime)으로 전환되어 가는 것은 당연하다 할 것이다. 그렇다면 금융 주도 성장 레짐이란 무엇인지 정리해보도록 하겠다.

2) 금융 주도 성장 레짐

‘금융화(financialization)’와 ‘금융 주도 성장 레짐’은 구별되어 사용되어야 한다. ‘금융화’란 너무 포괄적인 표현이기에 본 연구에서는 ‘금융화’를 ‘금융 자유화(financial liberalization)’로 제한하여 사용하고자 한다. ‘금융 자유화’는 국제적 자본 이동을 제한했던 브레튼우즈 체제가 붕괴된 이후, 국제적 자본 이동에 대한 제약이 사라지면서 국내적 금융의 성장 과정에서 나타난 ‘탈규제(deregulation)’의 결과로 등장한 금융적 자율성

을 뜻한다. 국내적 탈규제를 통해 자율성이 강화된 금융은 국제적 제약을 넘어 자본 이동의 자유화를 요구하게 된다. 이는 상대국의 금융 개방과 금융 자유화를 요구하는 것으로 나타나며, 해외 금융 주체들에 대하여 국내 금융 주체들과 차별하지 않고 동등하게 대우할 것을 요구하는 것으로 나타난다. 1980년대 미국과 영국을 필두로 선진 자본주의 국가들에서부터 탈규제가 이루어지기 시작했고, 탈규제로 자율성을 확대한 금융은 국경을 넘어 해외로 진출했다. 이 과정에서 각국의 금융 위기에 있어 ‘최후의 대부자(lender of the last resort)’ 역할을 했던 IMF는 구제 금융을 제공하면서 해당국의 긴축과 경제 개방 및 금융 자유화라는 이행 조건을 요구했으며, 이는 국제 자본의 자유로운 이동에 인프라를 깔아주는 것이었다. 볼커 전환의 여파로 나타난 제3세계 부채 위기에서, 1990년대 중반 중남미 금융 위기에서 그리고 1990년대 후반 아시아 금융위기에서 IMF의 구제 금융 조건이 바로 이러한 탈규제였으며, 이는 국제 자본의 이해와 일치하는 것이었다. 이러한 과정을 통해 1990년대 금융 자유화가 전 세계로 퍼져 나가는 ‘금융 세계화(financial globalization)’이 등장했던 것이다. 그런데 금융 자유화가 금융 주도 성장 레짐의 형성에 주요한 전제가 되었던 것은 사실이지만 금융 주도 성장 레짐으로 필연적으로 귀결되는 것은 아니다.

금융 주도 성장 레짐이란 말 그대로 금융 기업, 비금융 기업 및 가계 등 경제의 주요 영역에서 금융 채널을 통한 이윤이 주요한 성장의 원천이 되는 레짐을 이야기한다. 1960년대 이후 선진 자본주의 국가의 제조업 이윤율이 지속적으로 하락하면서, 금융 영역의 이윤율은 상대적으로 강화되었다. 1950년대와 1960년대에 미국 경제에서 금융 영역의 이윤은 전체 미국 경제 총 이윤에서 약 10~15%를 차지했다. 그러나 1980년대 중반 이후 금융 영역의 이윤은 미국 경제의 총 이윤에서 약 30%에 달했으며, 2001년에는 약 40%까지 치솟았다. 비금융 기업들 역시 기업 소득의 원천으로 금융 활동에 점점 더 의존하게 되었다. 예를 들어 제너럴일렉트릭(GE, General Electric), 시어스(Sears), 제너럴모터스(General Motors) 및 포드(Ford) 같은 회사들은 자신들의 회사 제품의 구매를 위해 소비자

들에게 용자를 제공하는 전속 금융 부문을 영위하고 있으며, 이는 모기업의 제조업 혹은 소매업을 무색하게 할 정도로 거대한 금융 기업 자회사들이 되었다.⁴⁰⁾

금융 주도 성장 레짐의 성립은 노동 시장 유연화와 밀접한 연관이 있다. 주식 시장과 채권 시장이 기업의 투자 자금 유입에 훨씬 더 큰 역할을 하게 되면서, 주주 이익 극대화가 미국 기업들 사이에서 주요한 경영 원칙이 되었다. 때문에 기업의 유지와 재투자라는 기업 전략이 비용의 축소와 이윤의 (주주) 배분 전략으로 전환되었으며, 성과급이 일상적인 제도가 되었다. 이 과정에서 노동 시장의 유연화는 절대적으로 필요했던 것이었다. 결국 노동 시장 유연화, 성과급의 확대와 주주 이익 극대화가 점점 더 소득 분배를 왜곡시켰는데, 이는 일반적으로 총소비의 축소를 가져와 경기 침체를 불러일으킬 수 있는 것이었다. 그럼에도 불구하고 미국은 소비의 확대를 통해 성장했다. 이를 가능하게 했던 것이 바로 금융의 역할이었다. 바로 자산 시장을 통한 ‘부의 효과(wealth effect)’가 미국 가계의 소비 확대를 가져올 수 있게 해준 것이었다. 자산-주식, 부동산 등-가격 상승과 신용 확대에 기초하여 가계는 소비를 확대할 수 있었다. 그렇지만 자산 가격의 상승을 통한 부의 효과는 계층별로 불비례적으로 나타났다으며, 이는 소득의 양극화와 더불어 소비의 양극화를 심화시켰다.⁴¹⁾

그런데 ‘금융화 테제(financialization thesis)’에 따르면 금융화가 실물 부문의 정체를 낳는다고 한다. 공급 측면에서는 주주 가치 규범이 재투자에 사용될 사내 유보 이윤을 감소시켜 공급 능력 확충을 억제하고, 수요 측면에서는 작업장에서 다운사이징으로 임금 상승을 저지시켜 소비 수요를 억제한다. 금융화가 이처럼 투자와 소비를 억제해 실물부문의 이윤을 저하를 초래하고 성장을 위축시킨다는 것이 금융화 테제의 핵심이라 할 수 있다. 그러나 금융화가 거시경제의 성장에 부정적인 효과만 미치는 것은 아니다. 금융화는 가계의 신용접근성 향상과 자산효과(wealth effect)

40) Greta R. Krippner, *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance* (Cambridge: Havard University Press, 2011), p.28.

41) Mattias Vermeiren, *Power and Imbalances in the Global Monetary System: A Comparative Capitalism Perspective* (New York: Palgrave Macmillan, 2014), pp.57-64.

를 통해 거시경제에서 소비지출을 증가시킨다. (위에서 설명한 것처럼) 1990년대 이후 미국 경제에서는 가계 부문의 자산 효과가 재발견되었으며, 자산 효과로 인한 소비 지출 확대가 경제 성장을 자극하였다.⁴²⁾ 따라서 금융 주도 성장 레짐에서 금리생활자가 높은 소비성향을 보이거나 소비에 대한 강한 자산 효과가 작용하고 소비 지출 확대가 투자를 자극하는 경우, 실물투자 대신 신용주도의 소비지출이 성장의 엔진 역할을 할 수 있다.

그런데 이때 금융적 평가 가치(valuation)의 우위는 질적인 문제이다. 생산에 대한 금융의 외부성이 생산 영역에 내장되었다는 사실은 노동 과정 관리에 있어서, 혹은 생산 과정의 조직에 있어서 일어난 많은 변화들을 설명한다. 불안정한 비정규직 혹은 대량의 임시직, 부분 시간제 노동 등이 나타났으며, 재고 없는 적시 공급 시스템의 일상화, 생산의 이동 등과 같은 변화가 나타났다. 따라서 소득과 실질적 부의 생산은 금융 주도적 논리의 당위성에 의존하게 되었다. 그 과정은 금융적 축적에 의해 부과된 이득의 빠른 전환과 즉각적인 실현의 필요성에 순응하게 되었다. 금융 자산의 극단적인 가치 상승을 고려할 때, 생산이 창출해야만 하는 최소 산출이 매우 높기 때문에, 현금 운용은 금융 축적이 생산을 지원하는 활동을 중단하게 되었다. 이렇게 오늘날의 자본 집단의 관리자들은 주주 가치 극대화를 위해 무엇이든 하게 되었다. 이러한 과정은 시너지 효과를 나타내었으며, 금융적 부의 성장을 촉진함으로써 금융적 논리의 지배를 도와주게 되었다.⁴³⁾

결국 금융 주도 성장 레짐이란 금융 기업과 비금융 기업, 그리고 가계 모두에게 금융 채널을 통한 소득의 확대를 의미한다. 이러한 금융 주도 성장 레짐에서는 금융 시장에 대해 전략적 위치를 차지하고 있는 사회적 행위자들의 권력이 점점 더 강해지리라는 것을 예측할 수 있다. 결국 이는 금융 영역에서 이윤 창출의 기회를 만들어내는 금융 흐름의 증가와 금

42) 홍장표, “글로벌 금융위기와 금융주도 자본주의,” 『마르크스주의 연구』 7(3), 2010, p.245.

43) Leda Maria Paulani, “The Crisis of the Finance-Led Regime of Accumulation and the Situation of Brazil,” *Estudos Avançados* 23 (66), 2009, p.28.

용 혁신의 빠른 속도를 예측할 수 있게 한다. 그런데 미국 경제에 있어 금융 주도 성장 레짐의 공고화는 경상수지 적자의 확대에 대한 국내적 대응이었다. 금융 주도 성장 레짐은 다른 국가들의 달러 자산 축적에 의해 외생적으로 부과된 것이 아니라 자율적인 통화 정책 결정과 미국 금융 시스템의 발전 사이에서 나타나게 되었다.⁴⁴⁾

즉 금융 주도 성장 레짐이 공고화되어 지속적으로 자본 계정의 흑자를 유지할 수 있다면 경상 수지 적자 문제는 상쇄 가능한 것이 될 수 있었다는 것이다. 그런데 자본 계정 흑자가 단지 외부로부터 용자와 같은 형태의 자본 유입이기만 하면 이는 다시 변제해야할 또 다른 부채일 뿐이었다. 따라서 자본 계정 흑자는 용자를 통해 유입된 자본을 운영하여 자본 이득을 얻을 수 있는가 하는 것이 중요한 문제가 된다.

이 점에 있어 미국은 국제 기축통화 발행국이라는 지위가 절대적으로 유리한 위치를 차지할 수 있게 해 주었다. 기축통화는 국제적인 재화와 용역 및 금융 거래에 있어 ‘교환 수단(means of exchange)’이자 ‘계산 단위(unit of account)’이며 ‘가치 축장(store of value)’ 수단으로서 기능한다. 따라서 기축 통화는 외환 시장에서 가장 빈번하게 거래되는 통화, 즉 ‘거래 통화(vehicle currency)’이며, 정부들도 외환 시장 개입을 위한 수단으로 사용하는 ‘준비 통화(reserve currency)’이다. 때문에 세계의 소득이 늘어날수록 달러 자산에 대한 수요 역시 늘어나며, 세계의 가장 큰 자본 시장인 미국이 광범위한 유동 자산-현금, 은행 예금, 공적·사적 채권 등-을 제공함으로써 이러한 수요를 맞출 수 있게 한다.

따라서 미국의 이러한 능력은 미국의 부채에 대한 시간적 제약을 매우 느슨하게 해준다. 외국인들의 안전하고 유동적인 자본 시장에 대한 필요성 때문에 미국의 국제 투자 포지션은 투자 회수 시간보다 부채 만기가 더 긴, 시간적 유리함을 갖게 되었다. 저비용의 장기 해외 자본을 대출받아 (상대적으로) 고수익의 단기 가계 자금으로 대출하는 미국의 은행들은 국제 시장과 국내 시장의 중개인처럼 행동하는 것이다. 또한 미국은 해외로부터 저비용 용자를 받아 위험 자산을 구매한다. 이런 의미에서 미

44) Vermeiren, *op.cit.* p.65.

국을 ‘세계의 벤처 자본가(world venture capitalist)’로 간주하기도 한다. 뿐만 아니라 달러 자산에 대한 해외 수요는 해외 정부들의 정책 목표가 되기도 한다. 예를 들어 각 국가들은 미 국채(재무부 채권)에 투자하는 방식으로 공적 준비금을 축적한다. 미국으로 유입된 자본들은 은행 영역을 통해서 부분적으로는 가계로, 부분적으로는 기업 영역으로, 또 부분적으로는 공적 영역으로 재배치된다. 결국 세계 각국에서 달러화를 보유하고 있는 것은 미국-구체적으로는 연준 혹은 재무부-이 이자 없는, 혹은 저금리의 대출을 쓰는 셈이며, 순환하는 달러가 많으면 많을수록 미국은 해외로부터 무이자로 내지는 초저금리로 용자 받을 수 있는 돈이 많아지는 셈이다. 이 과정에서 미국은 자국 경제의 조정 비용을 외국으로 전가할 수 있게 된다. 반면에 개발도상국들은 자국의 금융 시장을 통해서 장기 자본 대출이 어렵기 때문에 미국 투자자들로부터 이러한 자금을 대출받는다. 미국 투자자들은 이들에 대한 장기 대출을 통해 높은 이윤을 확보한다. 이러한 국제 대출 구조는 미국 은행들이 저비용 자본을 끌어들이며 미국의 이자율을 낮게 유지할 수 있게 한다. 따라서 미국인들은 유입된 자금을 소비 확대에 사용할 수도 있고, 부동산이나 기타 다른 자산에 투자할 수도 있다. 미국은 마치 은행들이 국내적으로 유동성을 창출하고, 예대 마진 차이로 이윤을 얻는 것과 유사한 방식으로 금융 활동을 하고 있기 때문에 ‘세계의 은행가(banker to the world)’처럼 행동하고 있다고 한다. 요점은 모든 국가들이 가능한한 낮은 비용으로, 가능한한 안정적인 자본에 접근하려는 동일한 이해관계를 갖고 있지만, 세계 경제에서 국제 기축통화인 달러가 갖고 있는 역할 덕분에 오직 미국만이 이러한 국가들의 이해관계를 맞춰줄 수 있었다는 것이다.⁴⁵⁾

그리고 미국은 자산에서 얻는 소득이 부채로 인하여 지출해야 하는 비용보다 더 크다. 미국은 1986년부터 부채가 자산을 추월하기 시작했지만, ‘소득 균형(income balance)’-해외 자산에서 수취하는 비용에서 국내 부채로 인한 지불 비용을 차감한 값-은 여전히 양의 값을 기록하고 있다. 자본과 환율 이득 역시 소득 균형을 양의 값으로 만드는데 주요한 역할을

45) Carla Norrlof, *America's Global Advantage: US Hegemony and International Cooperation* (Cambridge: Cambridge University Press, 2010), pp.116-122.

했다. 자본의 유출과 유입 대비 미국의 자산과 부채의 값을 계산했을 때, 외국인들이 미국 내에서 보유하고 있는 자산이 미국인들이 해외에서 보유하고 있는 자산보다 점진적으로 증가하고 있다. 그럼에도 불구하고 소득 균형이 양의 값을 보이고 있는 것은 미국 시장이 해외 시장보다 더 낮은 수익을 제공하고 있거나, 혹은 달러화의 평가절하로 인하여 미국인이 보유하고 있는 해외 자산의 가치가 (상대적으로) 증가하고 있음을 보여주는 것이다. 1982년에서 2006년 사이에 미국에로의 순자본유입은 매해 GDP 대비 63%였는데, 미국의 순해외자산 포지션은 GDP 대비 1982년 7%에서 2006년 -14%가 되었으며, 금액으로는 순자본유입이 5조7천억\$이며, 순해외자산 포지션은 2조1천억\$가 감소했다. 이러한 순자본유입과 순해외자산 감소는 해외로부터의 부의 이전이라고 특징지을 수 있다. 대규모 자본 수입으로 미국은 극단적으로 유리한 위치에서 투자하고 소비할 수 있게 되었다. 저비용으로 해외 자본을 끌어들이 미국은 다른 이윤이 있는 곳에 투자했으며, 그 차이에서 혜택을 볼 수 있었던 것이다. 유입되는 자본을 투자 기회로 돌려 미국은 경제적으로 그리고 정치적으로 자신을 확장시킬 수 있었다.⁴⁶⁾

이렇게 미국은 금융 주도 성장 레짐을 통해 장기간의 경상수지 적자에도 불구하고 소비를 유지할 수 있었으며, 제조업의 이윤을 저하에도 불구하고 기업들은 이윤을 확보할 수 있었다. 그런데 이러한 금융 주도 성장 레짐을 가능하게 했던 국제투자 포지션을 미국이 지속적으로 유지할 수 있었던 것은 바로 달러화가 국제금융통화체제에서 국제 기축통화였기 때문에, 즉 미국이었기 때문에 가능한 것이었다.

(3) 연구 방법론 및 분석틀

본 연구는 역사적 접근을 통해 미국 통화 정치 변화를 분석하고자 한다. 플라자 합의와 역플라자 합의가 중장기적 달러화 환율 가치 변화의 반대 방향을 야기했다면, 그러한 반대 방향의 환율 가치 변동을 결정하게

46) *Ibid.*, 122-135.

된 원인은 무엇인지를 규명하고자 한다.

환율 문제에 대한 접근은 크게 보아 환율 레짐-고정 환율제/변동 환율제/연동(peg) 환율제-라는 차원과 환율의 변동성-평가절상/평가절하-라는 차원으로 나누어 생각할 수 있다. 그러나 포스트 브레튼우즈 시기에 변동 환율제가 공식화된 상황에서, 미국의 통화 정치의 결과로 나타나는 환율 문제에 대한 접근은 결국 환율의 변동성에 대한 문제이며, 변동의 결과는 해당 국가 통화의 구매력과 해당 국가 경제의 경쟁력 문제로 귀결된다. 강한 통화, 즉 평가절상된 통화는 국내 소비자들이 더 많은 수입 재화를 구매할 수 있게 한다. 이것이 환율 변동성이 갖는 ‘소득 효과(income effect)’이다. 통화의 평가절상은 국가 소득을 효과적으로 증대시켜줄 수 있다는 것이다. 반면에 강한 통화는 국내 제품의 상대 가격을 인상시켜, 국내 생산자들이 해외로부터의 수입 제품에 대한 경쟁력을 약화시키고, 동시에 해외 시장에 수출하는 수출품의 경쟁력을 약화시킨다. 이것이 환율 변동성의 ‘대체 효과(substitution effect)’이다. 통화가 평가절상되면 소비자들은 국내 제품을 해외 제품으로 대체한다.⁴⁷⁾

그렇지만 환율의 변화가 즉각적으로 가격에 영향을 미치는 것은 아니며 가격에 반영되기까지 일정한 시간 지연이 나타난다. 그리고 시장에서의 가격 설정은 기업의 전략적 판단에 입각하여 나타난다. 즉 기업들은 제품을 판매하려는 시장의 특성을 고려하여 가격을 설정하게 되기 때문에 환율 변화와 가격이 완전히 비례하는 것은 아니다. 그렇지만 환율의 변동은 결국에는 제품의 가격으로 실현되며 가격 경쟁력에 영향을 끼치게 된다.

따라서 미국의 통화 정치가 결국 달러화의 환율 조정으로 나타난다면, 이와 연관된 직접적인 이해 당사자들이 국내외적으로 다양하게 존재한다. 먼저 국내적 차원에서 보자면 수출기업과 수입기업의 이해관계는 상반되게 나타난다. 일반적으로 수출 기업들은 수출 상품 경쟁력을 위하여 달러화의 평가절하를 선호하지만, 수입 기업들은 반대로 수입 상품의 국내 판매 가격 경쟁력을 위하여 평가절상을 선호하게 된다. 수입 제품과 경쟁해야 하는 내수 기업들은 수입 제품 대비 내수 제품의 가격 경쟁력을 위하

47) Frieden, *op.cit.*, p.7.

여 평가절하를 선호하게 된다. 또한 소비자들은 값싼 해외 제품의 구매가 가능한 평가절상을 선호할 수도 있다. 그러나 다양한 이해관계를 갖고 있는 당사자들의 선호가 현실의 힘으로 나타나기 위해서는 이익 집단의 존재가 중요해진다. 이익 집단들이 정치적 압력을 조직하는 과정을 통해 정부 정책에 대한 영향력이 발현될 수 있기 때문이다. 그렇다면 국가가 다양한 정치적 압력에 직면해서 결정하는 정책 선택은 어떻게 이루어지는가?

이에 대해 거비치(Gourevitch)는 ‘사회적 연합(social coalitions)’, ‘대표(representation)’ 그리고 ‘국가(state)’라는 틀로 이를 설명했다. 거비치가 경제 정책 선택에 있어 정책 결과를 정치와 연계하는 가장 일반적인 다섯 가지의 방식이라고 소개한 것은 다음과 같다. 첫째, ‘생산 측면(production profile)’에서의 설명은 국제 경제와 국내 경제적 상황에 의해 형성된 사회적 행위자들의 선호를 강조하는 것이다. 이익 집단을 중심에 둔 정책 형성에 대한 해석에 있어, 자신들의 선호가 경제적 상황에 의해 형성된 경제적 행위자들은 정부에 압력을 가한다. 이들은 특정한 정책 결과를 기대하면서 승리에 필요한 합의를 이끌어 내기 위하여 타협과 거래를 수반하는 연합(coalition)을 형성한다. 정치인들은 이 연합의 중개인처럼 행동하며, 정책 결과에 어느 정도 영향을 끼친다. 이러한 설명에 있어 사회적 행위자를 우선적으로 고려하며, 그에 이어 압력 집단(pressure group)을 고려한다. 특히 상황적 내용과 집단의 선호에, 그리고 그러한 상황의 국제적 맥락에 초점을 맞춘다. 경제적 행위자들의 행태는 선호에 의해 영향을 받으며, 또한 상황에 의해 영향을 받는다. ‘정책 연대(intermediate association)’의 설명은 사회적 선호를 국가 기관에 연계함에 있어 정당과 이익 집단 같은 조직의 역할을 강조하는 것이다. 정책 연대에 입각한 주장은 선호를 효과적인 행동으로 변형시키기 위한 조직의 중요성에 의존하고 있다. ‘국가 구조(state structure)’의 설명은 이익의 중재에 있어 공식적 기관, 관료제 그리고 규칙의 역할을 강조하는 것이다. 정책 형성의 정치에 대한 논의에 있어 사회적 행위자에서 출발하여 그들을 대표하는 연합에 이어 그를 통해서 작동하는 국가 제도에 대한 분

석이 필요하다. 이 세 요소는 뚜렷하게 상호작용한다. ‘경제 이데올로기 (economic ideology)’의 설명은 선호와 행태에 영향을 주는 경제 상황과 정치적 환경에 대한 이해를 형성함에 있어 인식, 모델 그리고 가치의 역할을 강조하는 것이다. 경제 정책 선택에 대한 경제 이데올로기적 해석은 경제에 대한 국가적 전통과 가치에 관하여 결과를 설명한다. 끝으로 ‘국제 체계(international system)’의 설명은 전쟁, 안보 이슈, 군사적 조달 (procurement) 그리고 경제 정책을 형성함에 있어 다른 국가 시스템의 요소들의 영향을 강조하는 것이다. 이러한 다섯 가지 요소들은 시기와 상황에 따라 상호 작용의 변화에 따라 역사적 맥락이 달라진다고 설명하고 있다.⁴⁸⁾ 거비치는 이러한 변수들을 바탕으로 위기에 있어 국가들의 정책 선택 방식이 다르게 나타났는가를 설명하고 있다. 다만 이러한 변수들이 국가들마다 같은 비중으로 고려되는 것은 아니며, 특히 이러한 변수들이 서로 상호 작용하면서 새로운 역사적 맥락을 만들어 낸다는 것이다.

그런데 거비치의 논의는 위기의 시기에 여러 국가들의 정책적 대응에 있어 유사함과 상이함을 비교 분석하기 위한 것이다. 그러나 본 연구는 미국이라는 한 국가에서 통화 정치의 변화가 어떤 맥락에서 등장하게 되었는지 분석하고자 하는 것이기에 거비치의 논의를 보다 단순화할 필요가 있다. 즉 거비치가 제기한 접근 방식을 보다 단순화할 수 있다는 것이다. 플라자 합의와 역플라자 합의라는 상반된 내용의 통화 정치 선택의 변수를 설정함에 있어 국내적 요인으로 먼저 사회적 행위자들의 선호를 들 수 있다. 환율을 둘러싸고 동일한 선호를 보이는 행위자들은 대외적 경쟁에 노출되는 정도에 따라 구분될 수 있다. 수출 산업의 행위자들과 수입품과 경쟁해야 하는 산업의 행위자들은 환율 변동성에 있어 같은 선호를 갖게 된다고 할 수 있다. 반면에 수입 산업의 행위자들은 위의 행위자들과 반대 방향의 선호를 갖게 된다. 그런데 이러한 행위자들의 선호는 경제 구조에 제약을 받으며, 동시에 경제 구조의 변화에 영향을 가한다. 행위자들과 구조는 상호작용을 하면서 서로의 변화에 영향을 주게 된다. 구조는

48) Peter Gourevitch, *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises* (Ithaca: Cornell University Press, 1986), pp.53-66

각 행위자들의 위계적 배열에 따라 결정되며, 행위자들이 위계를 벗어나는 것은 쉽지 않다. 그러나 이러한 구조는 주어진 것으로 고정된 것이 아니라 변화하는 것이다. 예를 들어 1980년대 미국의 금융 자유화는 산업 우위의 경제 구조를 금융 우위의 경제 구조로 변화시키기 시작했다. 금융은 산업에 대한 지원 역할에서, 탈규제를 통해 스스로 직접 이윤을 추출할 수 있는 자율성을 획득하기 시작했다. 이 과정에서 제조업 중심의 전통적인 산업들도 자신들의 이윤을 다양한 방식의 금융 채널을 통해 확보하기 시작했으며, 지속적으로 저하되고 있던 제조업의 이윤율을 보충할 수 있었다.

이렇게 구조 변화는 행위자들의 선호 변화에 영향을 끼치거나 선호가 다른 행위자들 간의 역관계(power relation)에 영향을 끼쳐 역관계의 역전을 야기하기도 한다. 또한 이렇게 변화된 행위자들의 선호 혹은 역관계의 변화는 다시 새롭게 변화된 구조를 강화하게 된다. 이러한 상호 작용이 누적되면서 성장 레짐이 형성되며, 성장 레짐 자체의 정책적 선호를 구성한다. 성장 레짐은 해당 레짐의 패러다임이 유효한 일정한 단계 동안 작동하게 된다. 결국 구조와 행위자의 상호 작용을 통해 새롭게 형성된 성장 레짐의 변화된 선호는 과거의 정책 노선과 충돌하게 되고, 새로운 정책 노선으로의 변화를 요구하게 되며, 그 결과 국가 정책의 새로운 선택이 나타나게 된다. 그런데 통화 당국의 정책 선택을 제약하는 근본적인 요인은 인플레이션과 실업률이다. 따라서 행위자들의 변화된 선호를 수용함에 있어 그 정책 결정 시기는 인플레이션과 실업률이라는 기본적인 경제 지표에 입각하게 된다. 국내 경제를 규율하는 통화 정책의 수단은 이 자율의 조정, 통화량의 조정 등으로 나타나며, 이는 환율 변화의 주요한 변수가 되며, 동시에 인플레이션과 실업률에 직접적인 영향을 주게 된다. 인플레이션과 실업률은 유권자들의 즉각적인 반응을 야기하여 정치, 특히 선거에 주요한 변수가 된다. 따라서 통화 정치에 영향을 끼치는 국내적 요인에 있어 해당 성장 레짐의 주요 행위자들의 선호가 중요하지만, 정책 결정에 있어 인플레이션과 실업률에 대한 고려가 영향을 끼치게 된다. 바로 이러한 과정에서 국내 통화 정책이 갖는 정치적 함의가 나타나게 된

다.

그런데 환율의 문제는 국내적 요인으로만 설명할 수 없다. 환율은 기본적으로 여러 국가 통화들 사이의 교환 가격을 표시하는 것이므로 환율은 여러 국가 통화들 간의 수요와 공급에 따라 시장에서 결정된다. 여러 국가 통화들 간의 수요와 공급이란 결국 자본의 국제적 이동으로 나타나는 것이며, 결국 자본의 국제적 이동에 영향을 끼치는 국제적 변화 역시 환율 결정의 중요한 변수가 된다. 예를 들어 국제적 경제 위기, 특히 금융 위기가 발생하면 국제 자본은 안전한 피난처(safe haven)을 찾게 되며, 이러한 역할을 할 수 있다고 생각되는 국가의 통화로 표시되는 자산에 대한 수요가 급증하게 된다. 다시 말해 안전 자산 발행국으로 국제 자본이 유입된다. 그 결과 안전 자산 발행국의 통화 가치는 상승하게 된다. 이외에도 국가들 간의 이자율 차이도 국제 자본 이동 방향에 중요한 가늠자가 된다. ‘이자율 차이에 따른 재정 거래(interest arbitrage)’는 비교적 안전을 선호하는 국제 자본의 경우 주요한 수익성의 원천이 되었다. 이자율 차이에 따른 재정 거래뿐만 아니라 이자율이 낮은 국가에서 대출을 받아 상대적으로 수익 창출이 용이한 국가로의 자본 이동은 1980년대 이후 일반적인 현상이 되었다. 대표적으로 플라자 합의 이후 일본의 금리 인하로 일본 기업들은 저금리로 자금을 대출받아 미국의 달러 표시 자산, 특히 부동산을 구매했다. 그리고 금융 자유화가 진전되면서 이자율 차이를 포함하여 상대적으로 높은 수익이 가능한 국가로 국제 자본의 이동이 활발해졌다. 소위 ‘신흥 시장(emerging market)’에 대한 투자가 활성화되기 시작했던 것이다. 그런데 이 과정에서 신흥 시장의 금융 위기가 발생하면 신흥 시장으로부터 국제 자본의 유출이 급격하게 발생하며, 이는 결국 신흥 시장의 금융 위기를 더욱 가속화시키는 역할을 했다. 이때 신흥 시장에서 유출된 자본은 일반적으로 안전 자산으로 간주되었던 달러 표시 자산 혹은 엔화 표시 자산으로 유입되었다. 국제 자본의 급격한 방향 선회는 결국 단기적 수익을 목표로 하는 국제 자본의 양이 급격하게 증가했음을 보여주는 것으로, 이러한 국제 자본의 이동은 환율의 변동성 확대에 큰 영향을 끼치는 요인이다. 따라서 미국의 통화 정책은 이러한 국제 자

본의 이동 방향성에 따른 대응이자, 중장기적인 이동 방향성을 미국이 선호하는 방향으로 유도하고자 하는 도구가 된다. 즉 통화 정치에서 나타나는 공적인 시장 개입은 국제 자본의 중장기적 이동 방향성을 미국이 선호하는 방향으로 선회시키려는 격발자(trigger)로서 기능하게 된다는 것이다. 결국 통화 정치의 목표는 국제 자본의 중장기적 이동 방향성을 미국에게 유리한 방향으로 선회시키는 것이 된다.

이렇게 볼 때 미국의 통화 정치를 설명하기 위한 변수는 행위자와 구조의 상호 작용에 따른 성장 레짐의 변화를 들 수 있다. 통화 정치의 목표는 국제적인 금융 위기나 미국의 주요 경제 상대국의 경제 상황 변화에 따른 국제 자본의 이동 방향성을 미국이 선호하는 방향으로 선회시키는 것이라 하겠다.

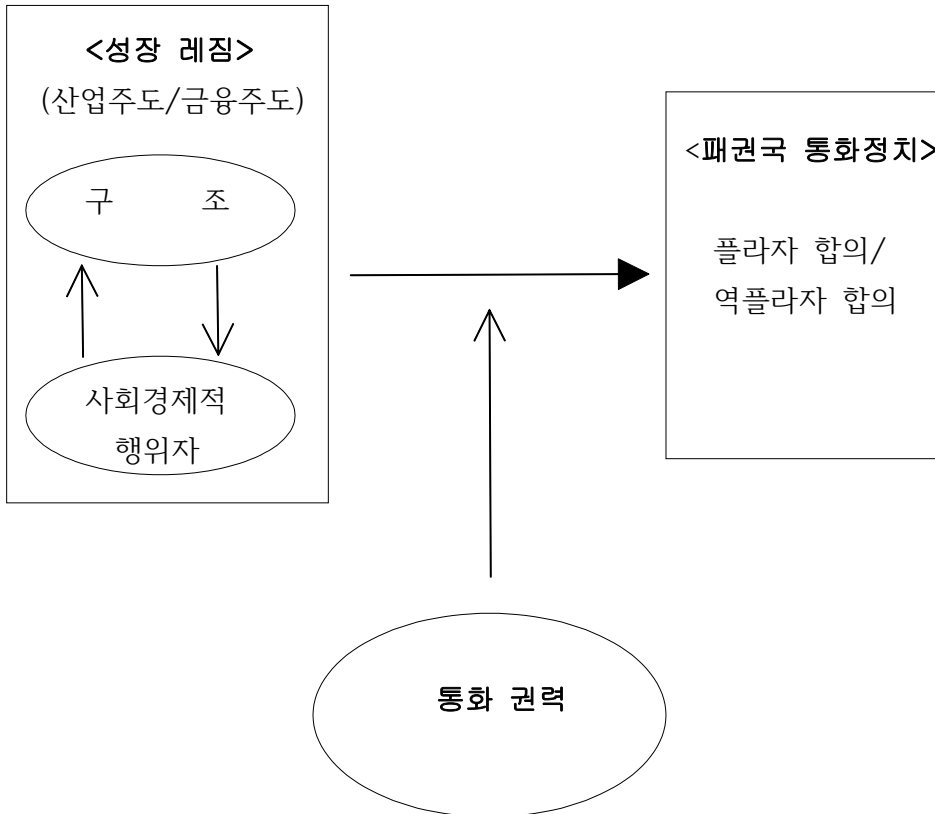
이러한 논의를 바탕으로 본 연구에서는 무역 적자가 심화되는 동일한 조건에서도 플라자 합의와 역플라자 합의라는 상반된 통화 정치가 등장한 것을 해당 시기 동안 미국의 성장 레짐 변화에 의해 미국이 선호하는 국제 자본 중장기적 이동 방향성이 달라졌기 때문이었다는 것으로 설명하고자 한다. 산업 주도 성장 레짐에 있어 미국이 선호했던 국제 자본의 이동 방향성은 달러화가 평가 절하되도록 하는 방향이었다면, 금융 주도 성장 레짐으로 변화하게 되면서 미국이 선호하는 국제 자본의 이동 방향성은 미국 금융 시장으로 국제 자본의 유입이었다는 것이다. 이러한 이동 방향성의 변화를 달성하기 위하여 앞에서 설명한 통화 권력이 주요하게 동원된다. 플라자 합의 당시에는 달러화를 평가 절하시켜 무역 경쟁력을 강화하기 위해 조정 비용을 전가하는 통화 권력이 작동했던 것이다. 반면에 역플라자 합의 당시에는 미국에로의 국제 자본 유입을 위하여 조정을 연기하는 통화 권력이 작동했던 것이다. 즉 동일한 무역 적자의 조건 속에서 미국이 선호하는 국제 자본의 이동 방향성에 유리한 환경을 조성하기 위한 통화 정치가 나타났으며, 이를 가능하게 해준 것이 달러 일극 구조인 국제금융통화체제에서 패권국 미국이 보유하고 있는 통화 권력이었다는 것이다.

그런데 포스트 브레튼 우즈 시기 달러화의 환율 변동에 주요 계기가 되

있던 볼커 전환, 플라자 합의 그리고 역플라자 합의라는 세 사건들은 각각 불연속적인 독립된 사건이 아니라, 연속된 사건이라는 맥락에서 분석되어야 한다. 선행 사건이 국내외적 영향을 끼치고, 그에 따라 변화된 국내외적 환경이 후행 사건의 원인이 되었으며, 후행 사건이 또 다른 국내외적 영향을 끼친 연속적인 사건으로 이해해야 한다. 통화 정치가 환율의 변화에 기반하여 나타났다고 할 때, 현재의 환율 수준을 결정한 것은 과거의 사건이었기 때문이다. 환율은 매일 매일 시장에서 결정되는 것이지만, 환율 변동의 방향성은 환율 변화에 중요한 영향을 끼친 사건-볼커 전환, 플라자 합의, 역플라자 합의-들에 의해 중장기적 시기 동안 일정하게 나타났다. 따라서 이 세 사건은 환율의 방향성에 중요한 변곡점을 만들어 준 사건들이다. 나아가 이 세 사건들의 맥락에는 패권국 미국의 경제 구조적 변화가 내포되어 있기 때문에 이 세 사건들을 각각의 분절적인 사건으로 분석하게 된다면 패권국 미국의 구조 변화를 보지 못하게 된다. 본 연구에서는 이 사건들에 대해 역사적 접근을 통해 각각의 사건이 어떤 경제 구조적 변화의 맥락에서 등장했는지, 그리고 선행 사건이 만들어 낸 새로운 국내외적 역사적 환경이 후행 사건의 원인으로 어떻게 작동했는지 살펴볼 것이다.

패권국 미국의 변화는 세계 전체에, 특히 미국과 긴밀한 경제적 협력을 맺고 있는 국가들에게 직접적인 영향을 끼치며, 미국과 주요 선진국 및 신흥국의 경제적 상황 변화는 국제 자본의 이동 방향에 민감한 영향을 끼친다. 본 연구에서는 볼커 전환, 플라자 합의 및 역플라자 합의에서 각각의 사건이 나타난 국내적 요인을 검토하고, 각각의 사건의 영향이 국내외적으로 어떤 여파를 미치게 되었는지를 살펴보면서 이것이 다음 사건의 등장에 어떻게 원인으로 작용하였는지 살펴볼 것이다. 이 과정에서 구조적 변화는 산업 이윤율의 변화와 이윤 채널의 변화를 통계로 확인할 것이며, 사회적 행위자들의 선호 변화는 의회 청문회 자료를 통해 확인하고자 한다. 이러한 논의를 바탕으로 구성한 본 연구의 분석틀은 다음과 같다.

<그림 2-2> 분석틀



III. 볼커전환에서 플라자 합의·루브르 합의까지

브레튼우즈 체제가 붕괴한 1970년대, 미국 경제는 경기침체 상태에서 인플레이션이 발생하는 상황을 겪게 된다. 이 상황은 ‘스태그플레이션(stagflation)’이라는 신조어를 낳을 정도로 그 이전에 자본주의 경제가 겪어보지 못한 생소한 상황이었다. 특히 닉슨의 금태환정지 선언 이후 달러화의 가치는 지속적으로 하락하는 추세를 보이면서 국제 기축통화로서 달러화의 위상에 대한 신뢰 문제, 곧 트리핀 딜레마에 대한 우려가 심각하게 제기되었다. 이 문제는 두 차례의 석유 위기에서 막대한 달러를 거머쥔 산유국들의 비축 달러가 유로 달러 시장을 통해 미국으로 환류(recycling)됨으로써 일정 부분 해결되었다.

1970년대의 이러한 상황에서 1979년, 미국의 연방준비제도이사회(FRB, Federal Reserve Board of Governors) 의장으로 볼커(Volcker)가 취임하게 된다. 연준 의장으로 취임한 볼커는 가장 먼저 인플레이션과의 전면전을 선언하였다. 볼커는 통화 긴축을 시행하였고, 그 결과 급격하게 금리가 인상되었다. 미국 역사상 유례를 찾기 힘든 충격 요법을 단행한 결과 인플레이션은 서서히 진정되었다. 이른바 ‘볼커 전환(Volcker Shift)’이었다.

볼커 전환으로 미국 경제가 안정되었다. 그렇지만 달러화의 가치는 가파르게 평가 절상되었으며, 이로 인해 미국의 무역 적자가 심화되었다. 결국 볼커 전환이란 외적 균형의 희생을 바탕으로 한 내적 균형을 달성한 충격요법이었던 셈이었다. 그런데 막대한 미국의 무역 적자로 인하여 국제 기축통화로서 달러화의 위상에 대한 우려가 다시 제기되었다. 이러한 상황에서 미국 대통령에 취임한 레이건은 감세와 군사비 지출 확대로 막대한 재정수지 적자를 야기했다. 경상수지 적자와 재정적자가 동시에 나타나는 소위 ‘쌍둥이 적자(twin deficit)’가 나타난 것이었다. 쌍둥이 적자

가 심화되면서 달러화의 위상에 대한 우려는 더욱 커지게 되었다. 세계 시장으로서의 역할과 국제금융 중심지로서의 역할을 하는 미국에서 볼커 전환이라는 충격 요법은 미국의 경제에, 나아가 글로벌 경제에 어떤 영향을 주었을까? 그리고 1980년대에 쌍둥이 적자가 확대되는 유례없는 상황은 미국과 글로벌 경제에 어떤 영향을 주었을까?

이 장에서는 볼커 전환 이후 경상수지 적자의 확대에 의한 조정 압력에 대해 미국이 통화 정책을 통해 조정 부담 비용을 다른 국가들에게 전가하는 플라자 합의에 대해 살펴보도록 하겠다.

(1) 볼커 전환 : 미국의 내적 균형 조정

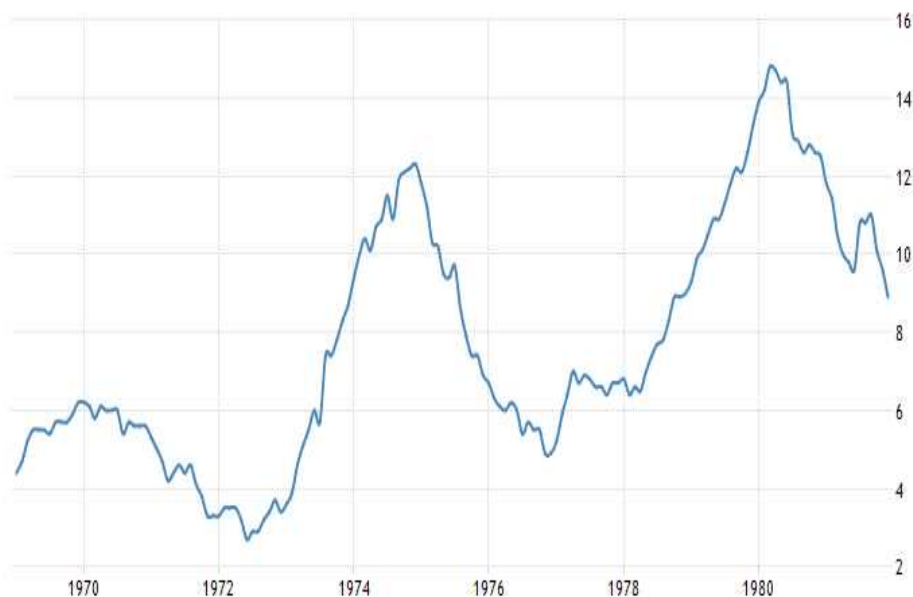
1) 1970년대의 스태그플레이션

1970년대 미국 경제의 내적 균형 상태를 보여주는 지표로 실업률과 인플레이션율을 살펴보자면 다음과 같다. 미국 경제의 실업률은 1971년 약 6%에서 1976년 약 9%에 달한 후, 1980년 다시 약 6%를 기록하게 된다. 이는 경기침체가 지속되고 있었음을 보여주는 지표라 할 수 있다. 같은 시기 미국의 인플레이션율의 변화를 보면, 1971년 약 5%를 기록한 후 잠시 낮아지다가, 1975년 약 12%를 기록한 이후 다시 낮아졌지만, 결국 1980년 약 15%라는 기록적 수치를 보이게 된다.

그런데 당시까지 경제학의 주류적 이론은 실업률이 높아지면 구매력이 부족하게 되어 경기 침체가 나타나고, 과잉설비, 저수익 산업 및 업체들이 퇴출된다고 했다. 이 과정을 통해 다시 수익률을 회복하는 산업과 업체들이 나타나면서 고용이 증가하고, 다시 경기가 향상되는 순환이 나타난다고 하였다. 그리고 대외 수지에 있어서도 경기 침체는 대외 가격 경쟁력을 강화시켜주기, 수출이 증가하면서 무역 흑자를 기록하게 되고, 따라서 경상수지(current account)가 흑자로 전환된다는 것이 일반적인 생각이었다. 즉 경기 순환을 통해 국내외적으로 대내 균형과 대외 균형이 결과적으로 달성된다고 생각했던 것이다.

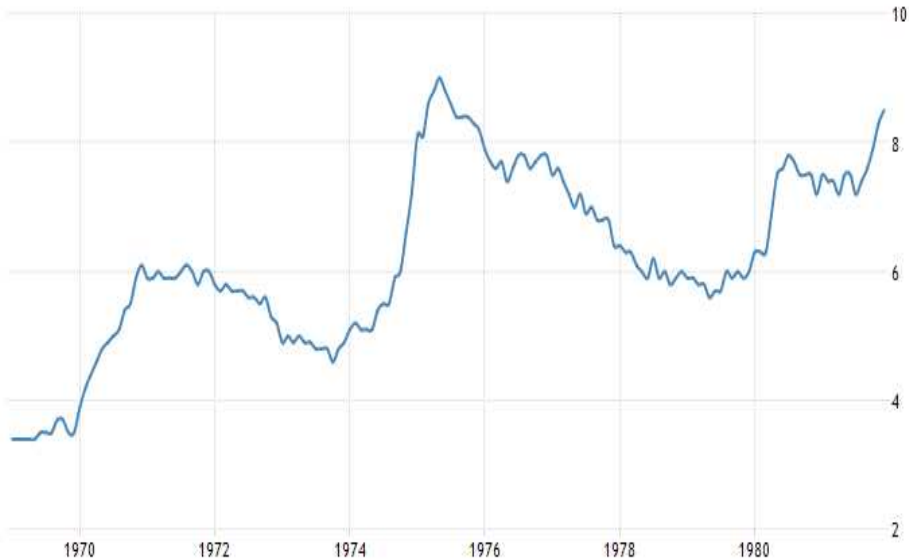
그러나 1970년대 미국을 위시하여 선진 자본주의 국가들이 맞닥뜨린 스태그플레이션은 이전에 경험해보지 못했던 새로운 상황이었다. 위에서 지적했듯이 경기는 지속적인 침체를 보이고 있음에도 불구하고 인플레이션율은 (부분적인 부침은 있었지만) 추세적으로 상승하고 있었던 것이다. 특히 미국의 경우 1970년대는 내내 실업률과 인플레이션율이 함께 상승하고, 함께 내려가는 동조화(coupling) 현상을 보이고 있었다. 대표적인 무역 수지 적자국이었던 미국의 경우, 경기 순환을 통한 대내 균형과 대외 균형의 회복은 이루어지지 않았으며, 따라서 대표적인 대미 수출국이었던 독일과 일본의 수출을 통한 성장은 정체될 수밖에 없었다. 당시 미국 인플레이션율의 변화 추이와 실업률의 변화 추이를 그래프로 나타낸 것이 다음 <그림 3-1>과 <그림 3-2>이다.

<그림 3-1> 1970년대 미국 인플레이션 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statics, 기간을 1969년~1981년으로 설정)

<그림 3-2> 1970년대 미국 실업률 변화 추이

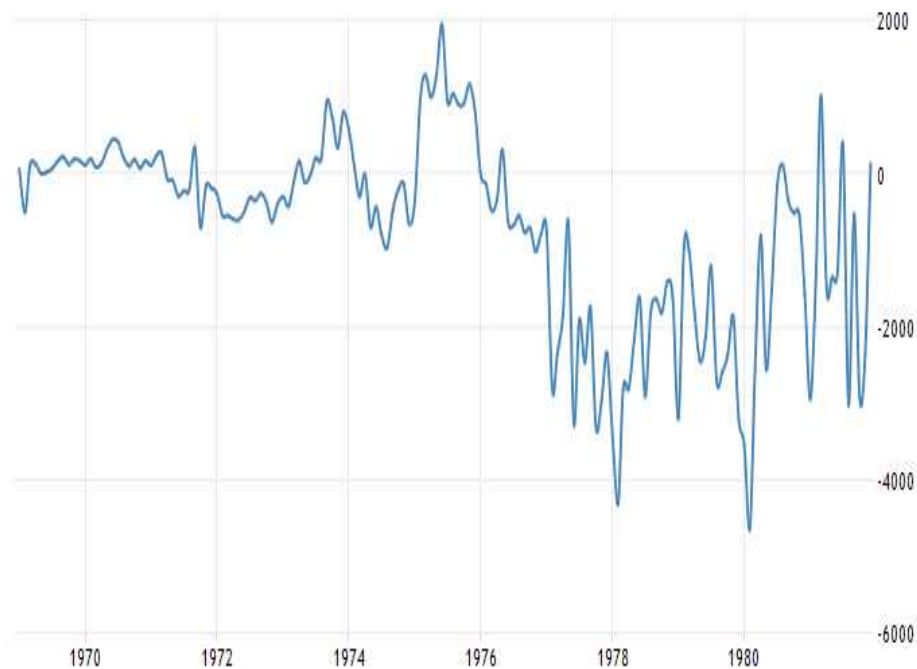


(출처 : U.S. Bureau of Labor Statics, 기간을 1969년~1981년으로 설정)

그런데 1971년 닉슨의 금태환 정지 선언 이후 달러화의 가치는 지속적으로 약세 추세를 보이고 있었다. 기축통화 달러 발행국인 패권국 미국의 인플레이션은 달러화의 약세를 더욱 지속시켰으며, 이러한 달러화의 약세는 미국의 수입품 가격을 인상시켜 다시 인플레이션을 강화시키는 악순환이 반복되었다. 특히 1970년대 두 차례의 석유 위기에서 급격하게 인상된 석유 가격은 더욱 급격한 인플레이션을 야기했다. 그렇지만 다른 한편으로 이러한 달러화의 약세는 미국 수출품의 가격 경쟁력을 강화시켜, 일정한 시차를 두고 미국의 무역수지를 개선시켜 줄 수 있는 의미를 갖고 있었다. 그러나 문제는 달러화의 약세에도 불구하고 1970년대 후반 이후 미국의 무역수지는 개선되지 않았고, 오히려 악화되었다.

무역수지의 악화는 결국 경상수지의 추세적인 악화를 야기했다. 달러화의 약세에도 불구하고 경상수지가 지속적으로 악화되는 상황은 트리핀이 지적한 것처럼 기축통화 달러화에 대한 신뢰도는 떨어지게 되고, 따라서 기축통화로서의 위상에 심각한 위협이 되는 상황이었던 것이었다. 다음 <그림 3-3>은 1970년대 미국의 무역수지 변화 추이이며, <그림 3-4>는 1970년대 달러화의 가치 변화 추이이다.

<그림 3-3> 1970년대 미국 무역수지 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statics. 기간을 1969년~1981년으로 설정)

<그림 3-4> 1970년대 달러 인덱스 변화 추이



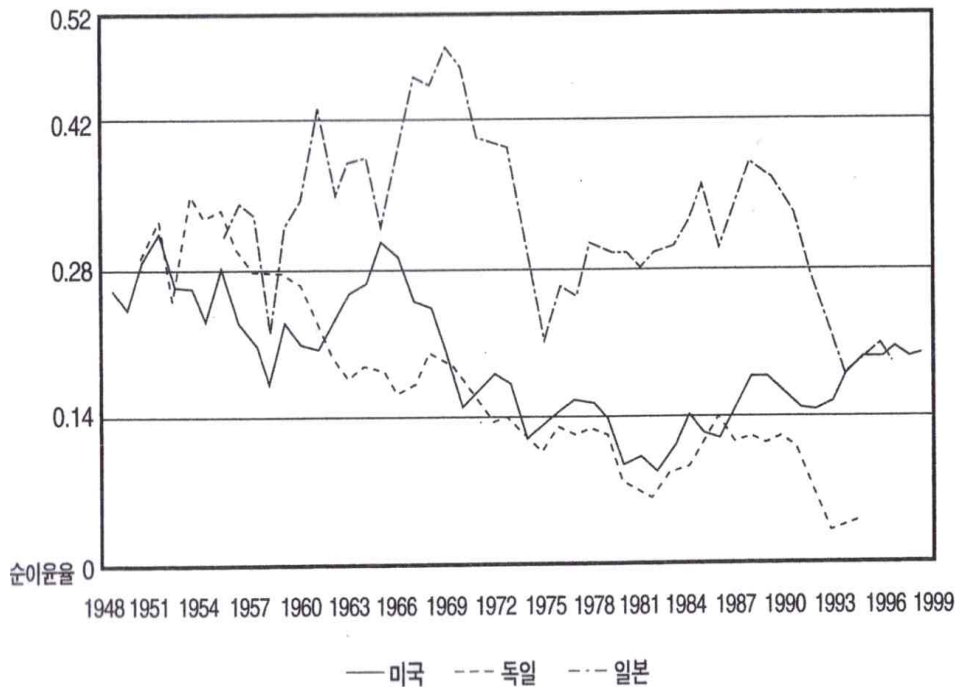
(출처 : macrotrends.net, 기간을 1973년~1981년으로 설정)

1970년대 실업률과 국내 물가의 상승이 동시에 나타난 미국의 스태그플레이션은 미국 경제의 내적 균형이 심각하게 악화된 것을 의미했다. 뿐만 아니라 무역 적자의 심화로 경상 수지가 악화되기 시작하면서 외적 균형도 조만간 문제가 될 수 있음을 의미했다.

그런데 사실 이는 미국만의 문제는 아니었다. 1970년대에 들어와 세계 경제는 전후 재건기를 거친 이후, 1960년대의 장기 호황을 지나 하강 국면으로 접어들고 있었다. Brenner는 미국과, 좀 더 일반적으로 볼 때 주요 선진 자본주의 경제에서, 제조업 부문의 과잉설비와 과잉생산으로 이어진 격화된 국제 경쟁이 이윤율 하락의 근본적인 원인이었다고 진단하면서, 이로 인하여 세계 경제가 장기 호황에서 1965~1973년의 장기 하강으

로 전환했다고 한다.⁴⁹⁾ 다음 <그림 3-5>가 1948년에서 1999년까지 미국, 독일, 일본 등 세계 경제의 견인차 역할을 하던 세 국가의 제조업 부문 순 이윤율 변화 추이이다.

<그림 3-5> 제조업 순이윤율: 미국, 독일, 일본, 1948년~1999년⁵⁰⁾



이 그림에서 알 수 있듯이 미국의 제조업은 1960년대 후반 이후부터, 독일의 제조업은 1950년대 후반부터 이윤율이 하락하고 있었음을 알 수 있다. 반면 일본은 상대적으로 높은 이윤율을 유지하였지만, 1970년대 초반 정점을 기록했던 제조업 이윤율은 이후 회복되지 않았다. 1970년대의 스태그플레이션은 전반적인 선진국들의 경기 불황으로 제조업 이윤율이 하강하고 있는 상황에서 인플레이션이 나타난 새로운 현상이었다. 이는

49) Brenner, 2002, *op.cit.*, pp.53-61.

50) *Ibid.*, p.56.

1970년대 중동 산유국들이 자원 민족주의를 바탕으로 급격하게 석유 가격을 인상했던 두 차례의 석유 위기와 직접적인 연관이 있었다. 미국뿐만 아니라 전 세계 모든 국가들의 경제 운영에 필수적인 석유 가격이 급격하게 인상되면서 전 세계 국가들은 물가의 급격한 인상을 겪을 수밖에 없었다. 게다가 1970년대에는 낮은 인건비를 바탕으로 후발 지역의 저비용 생산자들이 시장에 잇달아 진입하기 시작했던 시기였다. 때문에 이미 이윤을 저하로 곤란을 겪고 있던 선진 자본주의 국가의 산업, 특히 제조업들에게 이윤을 하락 압력은 더욱 거세졌던 것이다. 결국 내적 균형이 악화되고 있는 스태그플레이션 상황에서, 선진 자본주의 국가들의 무역 경쟁력은 더욱 악화될 수밖에 없었으며, 외적 균형 역시 조만간 악화될 수 있는 상황에 직면했던 것이었다. 특히 전반적으로 이윤율이 하락하는 상황에서 달러화의 약세 추세가 이어지고 있는 것은 독일, 일본과 같은 대미 수출국의 입장에서는 자국 수출 산업의 경쟁력을 취약하게 했으며, 이로 인하여 다시 이윤율이 악화되는 악순환이 반복되었던 것이다.

그런데 1970년대는 국제 금융통화체제의 변화, 곧 브레튼우즈 체제의 붕괴와 더불어 시작되었다. 1971년 8월 15일, 닉슨의 금태환 정지 선언으로 브레튼우즈 체제는 체제의 기본 전제가 해체되었다. 막대한 미국의 금 보유량을 바탕으로, 금과 연계된 국제 기축통화로서 달러가 브레튼우즈 체제의 기본 전제였으며, 브레튼우즈 체제를 바탕으로 전후 세계 경제는 재건될 수 있었다. 그러나 금태환 정지 선언으로 브레튼 우즈 체제의 금-달러 본위제(gold-dollar standard)라는 기본 전제가 해체되고, 결국 국제금융통화체제는 금태환 의무가 사라진 달러 본위제(dollar standard)로, 그리고 고정환율제에서 변동환율제로 이행하게 되었다.⁵¹⁾

이러한 이행으로 달러화의 국제적 보유와 유통이 확대된 것은 당연한 것이었으며, 이 결과 달러화가 보유, 유통되는 민간시장이 발달하기 시작했다. 이는 무역수지의 악화로 트리핀 딜레마에 시달려야 했던 미국에게

51) 브레튼우즈 체제가 성립한 이후 닉슨의 금태환 정지 선언까지 브레튼우즈 체제를 유지하기 위한 제반 정치적 과정에 대해서는 Francis J. Gavin, *Gold, Dollars, and Power: The Politics of International Monetary Relations, 1958-1971* (Chapel Hill and London: The University of North Carolina Press, 2004) 참조.

경제적으로 또 다른 이점을 제공할 수 있었다. 브레튼우즈 체제에서 달러화의 국제적 유동성은 미국의 적자를 통해 확보되었는데, 유로 달러 시장의 발달로, 미국의 적자를 통하지 않더라도 국제적 달러 유동성이 확보될 수 있다는 것이 그것이었다. 이를 통해 무역 흑자국의 달러가 미국의 재무부 채권 구매라는 수단 이외에도 유로 달러 시장에서 예금 및 대출 등을 통해 이익을 창출할 수 있게 되었고, 미국의 다양한 자산을 구매할 수 있는 수단으로 진화함으로써 국제 민간 시장의 달러 수요가 오히려 증대하는 현상이 나타났다.⁵²⁾ 이 시기 미국이 유로시장을 지원했던 이유 중의 하나가 미국 자신의 대외 적자를 메우는 데 있어 외국인들이 도움을 주도록 만드는 중요한 수단을 유로시장에서 발견했기 때문이었다.⁵³⁾

이러한 국가적 차원에서의 이해관계와 더불어 포스트 브레튼우즈 시기 여전히 미국 국내에서 시행된 자본통제 정책으로 인한 손실을 보전하기 위해 미국의 산업계와 금융계 양 진영은 통제받지 않는 유로 달러에 대한 접근이 필요했고, 미국 정부는 그것을 묵인하면서 자본 자유화에 동참하게 되었다.⁵⁴⁾ 이러한 과정을 통해 브레튼우즈 체제의 규제적인 금융질서를 지지하던 국내연합이 해체되기 시작했으며, 좀 더 자유주의적인 입장을 지지하는 새로운 동맹이 등장하게 되었다.⁵⁵⁾

뿐만 아니라 유로-달러 시장은 금태환 정지 선언 이후 지속적으로 약세 추세를 보이고 있던 달러화의 위상이 제고될 수 있는 공간적 역할을 했던 것이다. 즉 유로-달러 시장을 통해 달러화의 약세 추세를 상쇄할 수 있을 정도로 달러화를 통해 적정의 이득이 창출될 수 있었기 때문에, 지속적으로 약세를 보이고 있던 달러로부터의 이탈이 방지될 수 있었으며, 따라서 달러화는 국제 기축통화로서 자신의 위상을 유지할 수 있었다. 그럼에도 불구하고 달러화의 지속적인 약세 추세는 사실 국제금융통화 체제의 근본적인 위협이 될 수 있는 뇌관이었던 것이다. 한없이 달러화의 가치가 추락한다면 통화의 기본적인 역할 중 하나인 가치 축장(store of

52) 김기수, 『국제금융통화체제와 세계경제패권』 (파주: 살림, 2011), p.558.

53) Eric Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance : From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca: Cornell University Press, 1994), p.100.

54) 김기수, *op.cit.*, pp.551-552.

55) Helleiner, 1994, *op.cit.*, p.100.

value) 기능이 불가능해질 수 있기 때문이다.

다른 한편 달러화의 지속적인 약세는 상대적으로 다른 통화들의 강세를 야기한다. 따라서 당시 세계의 시장이었던 미국을 향한 수출이 주요한 발전 전략이었던 일본과 독일은 자국의 무역 경쟁력 약화를 방지하기 위해 달러화의 가치를 방어하고자 했다. 더불어 석유 위기 이후 막대한 석유 달러를 보유하게 된 산유국, 특히 사우디아라비아 역시 달러화의 지속적인 약세로 자국의 달러 준비 자산 가치가 하락하는 것을 방지하기 위해 달러화 가치의 방어에 이해관계를 갖고 있었다.

그럼에도 불구하고 1978-79년, 달러화의 위기가 나타나기 시작했다. 미국이 증가하는 대외 적자와 인플레이션을 억제하겠다는 신호를 보이지 않자, 달러화에 대한 해외 자본의 신뢰가 추락하기 시작한 것이었다. 이 시기의 달러화 위기는 다음과 같이 전개되었다. 먼저 달러화의 평가 절하가 지속되면서 자국의 달러 준비금의 가치 하락을 방지하기 위해 산유국, 특히 사우디아라비아가 달러 준비 자산을 매도하기 시작했다. 이와 더불어 달러화의 평가 절하로 인하여 달러화만으로 거래되고 있던 석유 가격이 사실상 인하되고 있는 상황을 방지하기 위해 사우디아라비아를 위시한 산유국들은 석유 가격 인상에 대한 논의를 시작했다. 뿐만 아니라 서유럽 정부들은 미국의 일방주의에 대한 불만의 표시로 협상을 시작해 1979년 3월 ‘유럽통화체제(EMS, European Monetary System)’을 창설했으며, 그 결과 상대적으로 안정적인 유럽 환율 체계와 새로운 통화인 ‘유럽통화단위(ECU, European Currency Unit)’가 설립되었다. 무엇보다도 점차 강력해지는 세계 금융시장에서 달러화로부터 엄청난 도피가 발생했다는 점이 가장 중요했다. 이러한 달러 위기는 미국의 정책적 자율성에 대한 제약으로 작용하게 되었다. 만일 자국의 정책적 자율성을 지키고자 한다면 자본 이동에 대한 통제를 실시하는 것이 필요한데, 이는 브레튼우즈 체제를 스스로 포기하면서 보다 자유로운 국제 금융통화체제를 건설하려 했던 미국 자신의 전략적 선택을 부인하는 것이었다. 따라서 국제금융시장의 신뢰를 회복하기 위해서는 긴축 프로그램의 채택이 미국으로서는 더 매력적인 선택이 될 수 있었다.⁵⁶⁾

2) 볼커 전환과 미국의 내적 균형 회복

이러한 상황에서 연방준비제도 이사회 의장으로 볼커가 취임하게 된다. 볼커의 임명 은 달러에 대한 신뢰 회복을 하겠다는 카터 행정부의 강력한 신호였다.⁵⁷⁾ 달러 위기와 인플레이션으로부터 초래되어 점점 커지고 있는 모든 어려움을 해결하려면 그것은 통화 정책을 통해서 가능하다는 것이 볼커의 생각이었다.⁵⁸⁾ 볼커는 통화주의자(monetarist)들이 주장하는 통화량 조절을 통해 인플레이션을 통제하는 방법을 택했다. 볼커는 “일단 연준이 목표를 공표하는 방식에 의해서가 아니라, 실제 운영 방식을 바꿔 통화 공급에 보다 강조점을 두게 된다면 우리의 결정이 고통스럽게 고금리를 야기할지라도 되돌리는 것은 어려울 것이다... 인플레이션이 지나치게 많은 통화량과 관계있다는 것을 이해하기 위해 경제적 개선이 필요한 것은 아니다. 만일 우리가 통화 긴축을 통해서 인플레이션을 해결할 것이라는 메시지를 내놓는다면 우리는 보통 사람들의 행태에 영향을 주게 될 것이다”⁵⁹⁾라고 했다.

볼커는 유럽을 방문하여 슈미트 독일 총리와 회담했으며, 베오그라드에서 열린 국제통화기금(IMF) 회의에 참석하여 유럽 중앙은행가들과 석유수출기구(OPEC) 재무장관들과 회합을 하여 단호한 조정 조치의 필요성에 대해 경정했다.⁶⁰⁾ 볼커는 통화 공급량 조절을 통한 인플레이션 통제로의 정책전환은 정책 집행의 효과를 높일 수 있을 것으로 기대했다.⁶¹⁾ 이른바

56) *Ibid.*, pp.131-133.

57) 당시 부통령이었던 먼데일(Mondale)은 볼커의 임명을 “금융시장을 안심시키고, 다시 정당성을 회복하며, 우리의 주된 무역 파트너들과 국제금융기관의 파트너들을 안심시키기 위해” 이루어졌다고 이야기했다. William Neikirk, *Volcker: Portrait of the Money Man* (N.Y.: Congdon and Weed, 1989), p.11.

58) 이는 볼커가 자신의 자서전에서 직접 밝힌 내용이다. Paul A. Volcker, Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership* (N.Y.: Times Books, 1992), p.164.

59) *Ibid.*, p.167.

60) *Ibid.*, p.168.

61) 볼커가 통화량을 중심으로 인플레이션에 대처하기로 한 것은 맞지만 다른 한편으로 보자면 이는 금리를 인상했다는 비난을 피해보려는 것일 뿐이었다는 지적도 있다. 왜냐하면 볼커가 금리정책이 아닌 통화량 조절을 바탕으로 인플레이션에 대처하면 결국 금리

‘볼커 전환’이었다. 그런데 이 결과 이자율은 규제를 받지 않는 상황이 전개되었으며, 연방기금금리는 무려 20%에 육박하는 수준으로 치솟았다. 결국 볼커의 통화 긴축은 급격한 금리 인상으로 귀결되었다. 그럼에도 불구하고 인플레이션은 당장 진정되지는 않았다.

볼커는 “통화 공급은 의도했던 대로 운영했지만, 인플레이션 움직임은 1980년 초까지 더욱 강화”되었던 것이 가장 당황스러웠다고 솔회했다. 또한 당시 상황에 대해 “소비자 물가는 수개월 내에 연간 약 15%까지 올라갔고, 이로 인하여 경제적 혼란뿐만 아니라 정치적 혼란 상태가 증가하는 분위기가 조성”되었다고 했다.⁶²⁾ 실제로 이러한 경제적 혼란 상황에서 치러진 대통령 선거에서 당시 현직 대통령이었던 민주당의 카터 후보는 자신이 임명한 볼커의 정책을 공격하면서, 경제적 혼란에 대한 책임을 모면하고자 했다. 그러나 이 선거에서 새로운 리더십과 세금감면을 통한 강력한 경제를 공약한 공화당의 레이건 후보가 카터 당시 대통령을 누르고 승리하였다. 결국 볼커의 통화 충격요법과 그에 따른 미국 경제의 퇴조는 카터의 이란 인질협상에 대한 공화당원들의 사보타주와 함께 카터의 패배 요인이 되었다.⁶³⁾ 레이건의 당선은 볼커가 도입한 통화주의와 더불어, 경제에 있어 소위 ‘낙수 효과(trickle down effect)’를 기대하여 감세 등 공급 측면을 강조하는 재정 정책의 집행을 주장하는 ‘공급주의 경제학(supply side economics)’이 미국 행정부의 중심적인 경제 정책 패러다임이 될 것임을 예고한 것이었다. 이러한 패권국 미국의 경제 정책 패러다임 전환은 세계 각국의 경제 정책 패러다임의 전환을 야기할 것이며, 따라서 글로벌 경제 패러다임의 전환을 예고하는 것이었다.

레이건 행정부가 등장한 1980년대에 들어와 볼커 전환의 효과로 미국 경제의 내적 균형이 회복되기 시작했다. 1980년 13.5%까지 치솟았던 인

는 상승하게 될 것이었기에 금리 인상을 원하고 있던 금융권의 요구를 사실상 눈 감아 준 것이라 볼 수 있기 때문이다. 이에 대해서는 김재홍, 『미국 중앙은행 금리결정의 비밀』 (서울: 휘즈프레스, 2004), p.283. 참조. 다만 볼커 전환에서 매우 중요한 점은 통화주의가 미국 정책 결정의 핵심적 위치에 등장했다는 점이라 하겠다.

62) Volcker, Gyohten, *op. cit.*, p.170

63) Williaml Engdahl, *Gods of Money: Wall Street and the Death of American Century*, 김홍욱 역, 『화폐의 신: 누가, 어떻게, 세계를 움직이는가』 (서울: 도서출판 길, 2015), p.422.

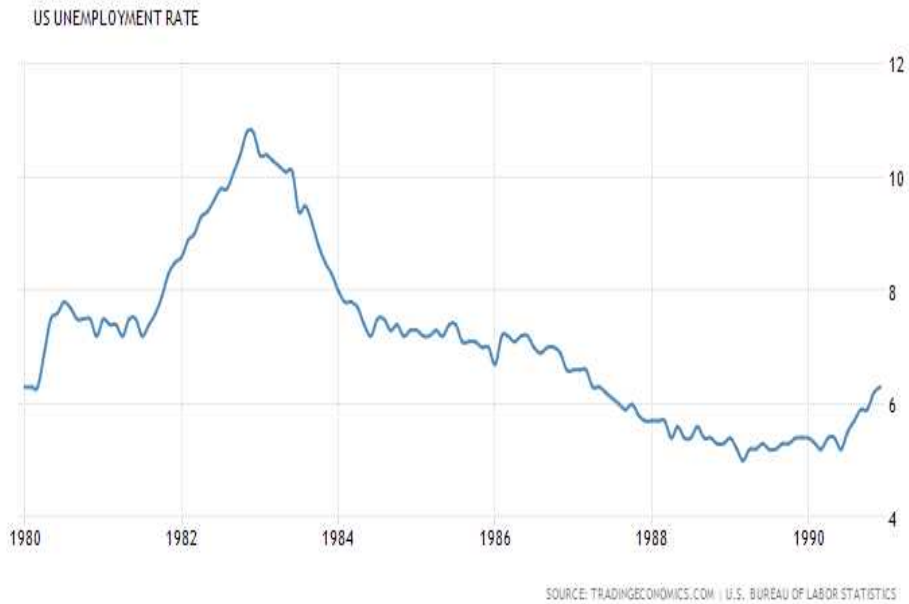
플레이션율은 1981년 10.32%, 1982년 6.16%, 1983년 3.21%까지 낮아졌다. 이 수치는 1970년대 초반 제1차 석유위기가 터지기 전 인플레이션율 수준으로까지 하락한 것이다. 이후 1986년 1.86%로 최저치를 기록한 후 3~4%대에서 비교적 안정적인 수치를 유지하였다. 또한 볼커 전환 직후 실업률은 여전히 상승세를 기록하여 1982년에 고점을 기록했지만 볼커 전환의 효과가 나타나기 시작하면서 그 이후 하락 추세로 반전하여 비교적 안정적인 추세를 유지하게 되었다. 즉 볼커 전환 이후 미국 경제는 인플레이션과 실업률의 안정화에 성공하고, 내적균형을 회복할 수 있게 되었다. 1980년대 미국의 인플레이션율 변화 추이를 보여주는 것이 다음 <그림 3-6>이며, 1980년대 미국의 실업률을 보여주는 것이 다음 <그림 3-7>이다.

<그림 3-6> 1980년대 미국의 인플레이션율 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1980년~1990년으로 설정)

<그림 3-7> 1980년대 미국의 실업률 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics, 기간을 1980년~1990년으로 설정)

볼커 전환 직후의 실업률 상승은 미국과 선진 자본주의 세계의 기업들이 불필요한 낡은 제조업 생산수단을 1980년대 초의 불황기에 대거 폐기하여 생산성 증가를 통해 이윤을 증가시키려는 노력에 기인한 것이었다. 즉 소위 산업 합리화 과정과 그에 따른 제조업 투자 증가율의 추가적 감소로 인해 실업률이 증가하게 되었던 것이다.⁶⁴⁾ 볼커 전환으로 야기된 경기 후퇴의 시기에 직종이나 경제적 계층에 따라 이해관계는 엇갈렸다. 실업률이 최고조에 달했던 1982년, 약 430 만 명이 빈곤상태로 추락하게 되었다. 특히 흑인들이 가장 많은 고통을 겪었다. 금리 인상과 물가와 임금인상 억제, 실업 증가로 인한 폐해는 자동차, 철강과 같은 제조업체나 개인 기업, 농부와 같은 경제적으로 취약한 계층의 사람들과 가족들에게

64) Brenner, 2002, *op.cit.*, p.76.

고스란히 돌아갔다. 1981년~1983년까지의 경기 후퇴로 인하여 5,700억 달러의 생산손실이 일어났다. 그런데 이중 57%가 실직을 당하거나 임금이 깎인 노동자들에 의해 흡수됐다. 반면 기업의 수익 손실은 불과 25%에 그쳤다. 그 밖의 나머지는 대부분 중소기업인이나 농부들이 피해를 떠안았다. 경제적으로 취약한 계층이 국가 손실의 3/4을 감당한 셈이었다. 그렇지만 서비스와 같은 몇몇 업종-약국, 은행, 중개인, 세탁소, 운송, 보험 등-은 일반적인 경기와는 오히려 반대되는 호황을 누렸다. 이중에서도 컴퓨터와 같은 하이테크 분야의 성장이 두드러졌다.⁶⁵⁾

결국 높은 실질금리, 달러 가치 상승, 금리 생활자에게 유리한 준 불황의 영향으로 인해 제조업 부문은 갈수록 황폐해졌다. 그런데 주목해야 할 점은 금리가 올라가면서 금융자산이 강세를 보였고, 따라서 은행 등 금융업이 호조를 보인 점이다. 아울러 경기 침체로 전형적인 빈익빈, 부익부 현상이 심화된 점 역시 주목해야 할 점이었다. 그러나 국가 전체적인 실질소득은 경기후퇴에도 불구하고 소폭 증가했다. 이는 생산 증가가 아닌 기록적인 금리폭등으로 인한 이자소득 증가가 원인이었다. 볼커 전환이 시작된 1979년 이후 산업생산은 급격하게 감소하였지만 금융자산소득은 급증했던 것이다. 금리 인상에 따른 추가 수입은 1982년 1,480억 달러에 달했으며, 대부분이 금융자산을 소유하고 있는 부자들에게 고스란히 돌아갔다. 그리고 상업은행 역시 경기침체에도 불구하고 금리상승으로 막대한 수익을 올릴 수 있었다. 결국 연준이 금리상승을 통하여 소득을 재분배한 셈이 되었으며, 금융자산의 대부분을 소유하고 있는 소수계층이 이익을 독점하다시피 했다. 반면에 연준의 볼커 전환-통화긴축과 이에 따른 이자율 상승-은 제조업 노동자들과 중소기업인, 개인사업자, 농부들을 불황과 파산의 늪에 빠져들게 만들었다.⁶⁶⁾ 결국 이러한 조정 과정이 마무리되는 1983년을 경과하면서 실업률은 하락하기 시작한 것이었다.

볼커 전환은 전후 미국 경제가 처음으로 조정을 겪은 것이었다. 이 조정 과정에서 1970년대 이윤을 저하에 시달리던 상당수의 기업들이 도산하거나 새로운 업종으로의 전환을 강요받게 되었다. 반면에 1970년대의

65) 김재홍, *op.cit.*, pp.291-292.

66) *Ibid.*, pp.291-294.

인플레이션으로 인하여 가장 타격을 받았던 금융업은 위기를 넘기고 새로운 기회를 모색하는 계기가 되었다.⁶⁷⁾ 미국의 금융 세력은 볼커 전환을 통해 다시 한 번 헤게모니를 잡았다. 높은 이자 소득을 노리고 미국의 채권과 자산에 투자하려는 해외자본이 속속 유입되면서 달러의 위세가 살아날 수 있었다.⁶⁸⁾

볼커의 통화긴축과 그에 따른 금리 인상은 1980년대에 들어오면서 이전까지 지속적으로 약세 추세를 보이고 있던 달러화의 가치를 가파르게 상승시켰다.(<그림 3-3> 참조). 달러화의 가치가 상승하면서 1970년대 달러화의 지속적 약세로 인한 국제금융통화체제의 안정성에 대한 우려는 어느 정도 불식될 수 있었지만, 다른 한편에서 이제 미국의 무역 적자가 문제로 등장하기 시작했다. 물론 무역 적자의 근본적 원인에 대해서는 1960년대 이후부터 누적되어온 미국 산업의 대외 경쟁력이 지속적으로 약화되고 있었던 점을 지적해야 할 것이다. 그렇지만 지속적으로 약화되어가던 미국 산업의 대외 경쟁력에 볼커 전환이 야기한 달러화의 강세가 더해지면서 미국 산업의 수출 경쟁력은 더욱 심각한 타격을 받게 된 것이었다.

볼커 전환이 초래한 고금리와 달러화 강세의 영향은 미국에만 국한되는 것은 아니었다. 국제 기축통화인 달러화의 환율 변동은 각국의 무역 수지에 직접 영향을 끼친다. 위에서 언급했듯이 달러화의 지속적인 강세 추세는 미국의 무역수지에 악영향을 끼쳤다. 그런데 달러화의 환율 변동과 미국의 고금리는 국제 무역뿐만이 아니라 국제 금융에 또 다른 심각한 위기를 야기했다. 바로 제3세계 부채위기(debt crisis)가 나타난 것이다. 볼커 전환으로 인한 고금리와 달러화의 평가 절상은 멕시코를 비롯한 제3세계 국가들에게 런던 리보(LIBOR) 금리에 연동하여 대부되었던 채무 상환액이 급격하게 증가하는 결과를 낳았다. 1982년 멕시코가 국가 부채에 대

67) 전통적인 산업계가 타격을 받고, 금융업에 새로운 기회가 열리게 된 상황을 볼커 전환이 초래했기 때문에 볼커 전환을 1979년의 쿠데타(1979 coup)'라고 규정하기도 한다. Gérard Duménil and Dominique Lévy, translated by Derek Jeffers, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution* (Cambridge: Harvard University Press, 2004), p.69.

68) Engdahl, *op.cit.*, p.423.

한 이자 지급을 하지 못하게 되자 채권자들은 신규 대출을 중단하고, 기존 채무에 대한 회수 요구를 하게 되었다. 뒤이어 브라질, 아르헨티나, 베네수엘라, 필리핀 등의 다른 국가들에 대한 대출 역시 중단되었다. 이렇게 발생한 제3세계 부채위기는 값싼 상업적 대출의 중단을 가져왔고, 국제 민간 자본의 흐름은 역전되어 미국으로 향하게 된 것이었다.⁶⁹⁾ 국제 민간 자본의 이동 방향성의 선회는 결국 달러화에 대한 수요의 증가였기 때문에 볼커 전환 이후 높아진 달러화의 가치를 더욱 상승시키는 요인이 되었다.

볼커 전환은 미국 국내적으로는 내적 균형의 회복을 달성하였고, 1970년대 말의 달러 위기를 수습할 수 있었지만, 지속적인 달러화 강세 추세로 인하여 미국의 경상수지는 악화되었다. 미국은 자본 계정 흑자를 통해 경상수지 적자를 상쇄, 보전할 수 있었지만 이러한 달러화 강세는 마냥 지속될 수 있는 것이 아니었다. 무역 적자 확대 문제의 해결을 위해 달러화의 가치를 조정해야 한다는 주장이 강력하게 대두되었다. 달러화의 강세가 지속되고 있는 상황에서 이를 둘러싼 미국 내의 정치적 압력이 어떻게 나타났는지 살펴보도록 하겠다.

(2) 레이건 행정부의 쌍둥이 적자 : 보호주의 압력의 대두

1) 레이거노믹스와 쌍둥이 적자

볼커 전환으로 낮은 인플레이션율과 낮은 실업률을 달성하여 미국 경제의 내적 균형이 달성되었지만, 미국 경제에는 또 다른 문제가 나타나기 시작했다. 바로 재정 적자와 경상수지 적자가 동시에 나타나는 ‘쌍둥이 적자(twin deficit)’ 문제가 본격적으로 등장한 것이었다.

먼저 재정 적자 문제는 레이건이 대통령 선거 후보 시절부터 주장했던

69) Ramma Vasudevan, "Dollar Hegemony, Financialization, and the Credit Crisis," *Review of Radical Political Economics*, Volume 41, No.3, Summer 2009, p.296.

‘공급 중심 경제학(supply-side economics)’에서부터 기인한 것이었다. 공급 중심 경제학이란 경제에 있어 낙수효과를 성장의 중심 동력으로 삼는 경제 정책이론이다. ‘레이거노믹스(Reaganomics)’라 지칭된 이 정책 이론에는 네 가지 핵심 요인이 있었다. 인플레이션 억제를 위한 통화 공급 제한, 감세, 국내 소비 지출 통제에 의한 예산 균형, 정부 규제의 축소 등이 그것이었다.⁷⁰⁾ 따라서 레이건 행정부는 이를 위해 부유층의 세금 감면을 주된 정책으로 삼았다. 그런데 대외 정책에 있어서는 소련을 ‘악의 제국(Evil Empire)’으로 지칭하면서 소련과의 대결을 위하여 군비 지출을 대폭 강화했다. 그 결과 감세 등으로 인하여 재정 수입은 감소했음에도 불구하고 군비 지출이 확대되면서 재정지출이 늘어나게 되었고, 재정적자가 본격적으로 나타나게 되었다. 동시에 1970년대부터 악화되기 시작했던 경상수지는 볼커 전환 이후 1980년대에 들어서면서 본격적인 적자로 전환하게 되었다. 이렇게 재정 적자와 경상 수지 적자가 동시에 나타나게 된 것을 ‘쌍둥이 적자(twin deficit)’라 한다.

레이거노믹스에 입각한 레이건 행정부의 경제 실적은 다음과 같았다. 먼저 감세 정책을 바탕으로 미국의 국내총생산(GDP)은 8년 간 평균 3.2%의 성장률을 보였다. 이는 레이건 행정부 이전의 8년 간 성장률이었던 2.8%보다는 조금 높은 것이며, 레이건 행정부 이후 행정부에서 8년 간 기록한 2.1% 보다는 상당히 높은 수치이다. 그러나 케네디 행정부 시절인 1964년 30% 감세 조치를 바탕으로 이룩한 5% 성장률보다는 낮은 수치였다. 그런데 문제는 공공 분야를 포함해 국가 전체의 저축률은 1970년대 7.7%에서 1990년 3%까지 떨어졌다는 점이었다. 기업 투자 비율 역시 1970년대 GDP의 18.6%에서 1980년대 17.4%로 하락했다. 전후 25년 간 노동자 1인당 생산성은 연간 평균 2.8% 상승했으나, 1980년대에 들어와 1% 미만으로 떨어졌다. 공급 중심 경제학에서 공급 부분이 완전히 실패했지만 수요 부분은 성공적이었다. 적어도 레이건 정부는 제국의 비용을 어떻게 조달해야 하는지 이해하고 있었다. 그것은 “빌려라

70) William Bonner and Addison Wiggin, *The New Empire of Debt: the Rise and Fall of an Epic Financial Bubble 2nd edition*. (Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2009), pp.189-190.

(Borrow)”라는 것이었다. GDP 대비 연방정부의 총수입 비율은 1981년 20.2%에서 1992년 18.6%로 하락했으나, 연방정부 지출은 1981년 22.9%에서 1992년 23.5%로 늘어났다. 따라서 자연스럽게 부채가 증가했다. 레이건 집권 당시 1조 달러가 채 되지 않았던 연방정부 부채는 1992년 말 4조 달러를 넘었다.⁷¹⁾

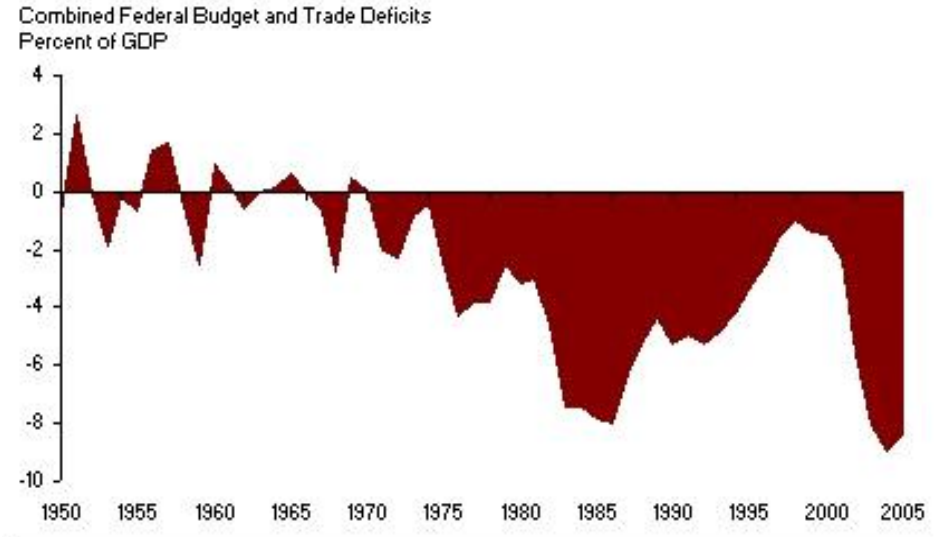
이와 더불어 지속적으로 확대되고 있는 경상수지 적자는 볼커 전환 이후 달러 가치가 급격하게 상승한 영향이 컸다. 즉 고금리와 달러 가치의 상승은 민간과 공적 부문에서 달러에 대한 수요를 자극하였으며, 그 결과 달러 가치는 더욱 가파르게 상승하였다. 달러화의 평가 절상은 이미 1960년대부터 일본, 독일 등의 기업들에 대해 경쟁력을 상실하고 있던 미국 기업들의 수출 경쟁력에 더욱 악영향을 미쳤지만, 반면에 수입 물가는 상대적으로 하락하였다. 따라서 수입은 더욱 확대되었으며, 무역 적자 폭 역시 더욱 확대되었다. 미국은 1982년 420억 달러의 무역적자를 기록한 데 이어, 1983년 700억 달러, 그리고 1984년 1,230억 달러의 무역적자를 기록했다. 레이건이 집권한 지 불과 5년 사이에 누적된 무역적자의 규모가 무려 4,230억 달러에 달한 것이었다. 경상수지 역시 당연히 같은 추세를 보이게 되는 바, 같은 기간 적자규모는 2,520억 달러를 기록하고 있었다.⁷²⁾ 달러에 대한 엔화와 마르크화의 가치는 1984년 말에 1973년 이전 수준 혹은 그 이하로 떨어졌다. 이에 따라 일본과 독일의 차, 기계류 및 전기 제품은 미국 시장으로 물밀 듯이 몰려왔으며, 이에 대한 대응으로 강력한 보호주의적 압력이 의회에서 나타났다.⁷³⁾ 다음의 <그림 3-8>은 1980년대를 전후로 한 쌍둥이 적자의 GDP 대비 비율 변화 추이다.

71) *Ibid.*, pp.191-192.

72) 김기수, *op.cit.*, pp.611-612.

73) Volcker, Gyohten, *op.cit.*, p.229.

<그림 3-8> 미국 쌍둥이 적자의 GDP 대비 비율 변화 추이



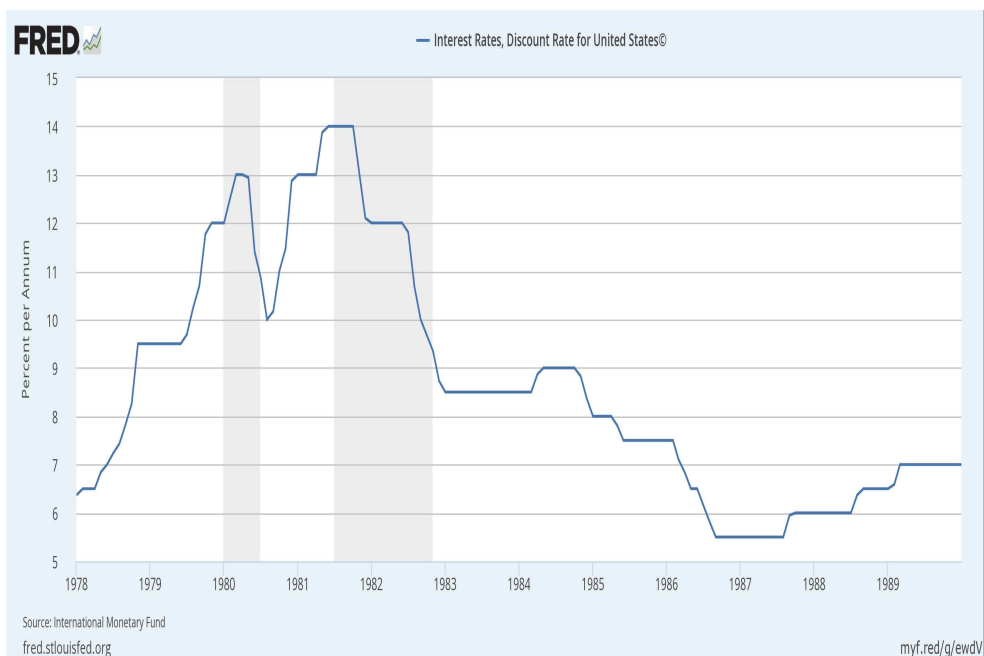
(출처 : Federal Deposit Insurance Corporation)

이렇게 볼 때, 위에서 지적한 레이건 행정부의 경제 정책이었던 레이거노믹스의 핵심적인 네 가지 요소에 있어 첫 번째 인플레이션 억제를 위한 통화 공급 제한은 볼커 전환으로 훌륭하게 달성되었다. 두 번째 감세 역시 레이건 행정부가 1981년 전격적으로 25% 감세안을 집행하면서 달성되었다. 그러나 세 번째 예산 균형은 레이건 행정부 내내 쌍둥이 적자의 확대로 실패했으며, 네 번째 정부 규제 축소 역시 성공하지 못하였다.

그런데 볼커 전환으로 날로 치솟던 금리는 1980년대에 들어오면서 1981년 최고치를 기록한 이후 점차 하향 안정세를 보여 1983년 9%, 1986년 6.9%를 기록했으며, 1987년 최저치를 기록했다. 연준은 인플레이션이 진정되면서, 이자율을 낮춤으로써 조정에 따른 경제 주체 모두의 고통을 완화하고, 경기에 대한 활력을 불어넣고자 했다. 그러나 금리 인하에도 불구하고 1980년대 전반기에 달러화의 가치는 지속적으로 평가절상되고 있었다. 그렇다면 볼커 전환 직후 급격하게 상승했던 이자율이 비교

적 안정적인 상태로 떨어졌음에도 불구하고 달러화의 평가 절상은 왜 지속되었을까? 이 이유는 다음의 설명에서 잘 드러난다. “만약 미국이 외부 세계와 단절된 경제라면 재정적자를 상쇄하기 위해서는 증세를 하거나 이자율을 대폭 올려야만 한다. 그런 경우 당연히 경기침체를 피할 수 없지만, 외국자본의 유입으로 적자가 상쇄된다면 이자율을 과거보다 낮게 유지하면서도 경제는 꾸려질 수 있다.”⁷⁴⁾ 외국 자본의 미국으로의 유입은 결국 달러화에 대한 수요를 의미하는 것이었기에 이자율이 안정되었음에도 불구하고 달러화의 평가절상은 지속되었다는 것이다. 다음 <그림 3-9>가 '80년대 미국 이자율의 변화 추이이다.

<그림 3-9> 1980년대 미국의 이자율 변화 추이



(출처 : Federal Reserve Bank of St. Louis)

74) 김기수, *op.cit.*, p.613-614.

2) 보호주의의 대두

그렇다면 이자율의 하향 안정화에도 불구하고 왜 미국으로 자본 유입이 이루어졌을까? 이는 한편으로는 달러화의 가치가 지속적으로 평가절상 되고 있었기 때문에 향후에도 달러화의 평가절상이 예측되는 상황에서 환차익을 노린 투기적 유입이 가능했다고 볼 수도 있다. 그렇지만 이러한 달러가치의 지속적인 평가절상은 미국으로의 자본 유입의 원인이 되기도 하지만, 역으로 자본 유입의 결과로 달러가치가 지속적으로 평가 절상되었다고 볼 수 있다는 점에서 이것만으로는 자본 유입의 이유에 대한 충분한 설명이 되기 어렵다. 이 시기 자본 유입의 근본적인 원인으로 볼 수 있는 것은 앞에서 설명했던 볼커 전환이 야기한 제3세계 부채위기였다.

재정적자와 경상수지 적자가 동시에 나타나는 쌍둥이 적자가 레이건 행정부 시기에서 본격적으로 등장하게 되자, 이를 상쇄하는 문제는 미국에게 자국 경제의 유지를 위하여 중요한 문제가 될 뿐만 아니라 달러 패권의 유지에 있어 핵심적인 문제로 대두되었다. 쌍둥이 적자 상황에서 미국은 한편으로는 국채를 발행하여 적자를 상쇄해야 했다. 그렇지만 국채 발행으로 모든 적자를 상쇄할 수는 없었다. 따라서 자본수지의 흑자, 즉 국제 자본의 유입을 통해 적자를 상쇄해야 했으며, 이는 국제 민간 금융시장에서의 차입이 요구되었음을 의미한다. 이미 1960년대부터 유로 달러 시장과 같은 국제 민간 자본 시장이 등장하여 미국 역외에서 달러화의 거래가 규제를 피하여 이루어지고 있었다. 결국 유로 달러 시장과 같은 국제 민간시장에서의 차입을 통해 미국의 막대한 적자를 상쇄할 수 있게 되었다. 특히 앞서 언급했던 제3세계 부채위기 이후 미국으로의 국제 자본 유입은 달러화의 평가 절상을 가속시켰지만, 동시에 경상수지 적자를 상쇄하는 자본 계정의 흑자를 확대해 주었던 것이다.

체제적 관점에서 보자면 민간금융의 발달로 미국은 이익을 보지만 개발도상국은 치명적인 위험에 노출된 것이었다. 즉 금융시스템이 발전한 중심부 국가는 금융 시스템의 발전이 곧 자본의 유입능력(capital-pulling power)을 결정하고, 이것이 위기에 대한 대처 능력에 영향을 준다는 것

이다. 반면 주변부 국가들의 경우 금융시스템이 성숙하지 않았기에 외부 금융 환경의 변화에 쉽사리 영향을 받게 된다는 것이다. 이러한 관계가 달러 패권 유지 메커니즘의 중요한 일면이라 하겠다.⁷⁵⁾ 따라서 통화 패권국의 자격이 ‘최후의 채무자(borrower of last resort)’가 될 수 있는 능력에 달려 있다는 역설적 주장이 가능하게 되었다. 이것이 볼커 전환 이후 제3세계 부채 위기가 등장하면서 미국으로 자본 유입이 일어나게 된 과정이다.⁷⁶⁾

이 시기 미국으로의 자본유입은 1981년 약 860억 달러, 1982년 950억 달러였지만, 멕시코의 채무 불이행 이후인 1983년 870억 달러로부터, 1984년 1,160억 달러, 1985년 1,440억 달러, 1986년 2,280억 달러 등으로 대폭 확대되었다.⁷⁷⁾ 미국으로의 자본 유입이란 결국 달러화 및 달러 표시 자산에 대한 수요를 의미하는 것이며, 따라서 이자율의 하향 안정화에도 불구하고 미국으로의 자본 유입으로 인하여 오히려 달러화는 평가절상 되었다.

결국 레이건 행정부는 쌍둥이 적자를 국채 발행과 더불어 국제 자본의 유입, 즉 자본 수지 흑자를 통해 상쇄할 수 있었다. 미국의 경상수지 적자는 각국의 공적 대외 준비금과 국제 금융시장에서의 잉여 달러인 민간 자금이 달러 표시 자산을 통해 다시 미국으로 환류되는 시스템이 구축되면서 해결되었던 것이다. 이것이 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 재구축된 달러 패권 하의 국제금융통화체제이다.⁷⁸⁾ 다음 <그림 3-10>이 1980년대

75) Vasudeva에 따르면 미국과 여타 국가들의 이러한 이해관계의 불일치를 삼각 조정 메커니즘이라 한다. Ramma Vausdevan, “The Borrower of Last Resort: International Adjustment and Liquidity in a Historical Perspective,” *Journal of Economic issues*, Vol. XLII, No.4 (December 2008), p.1055.

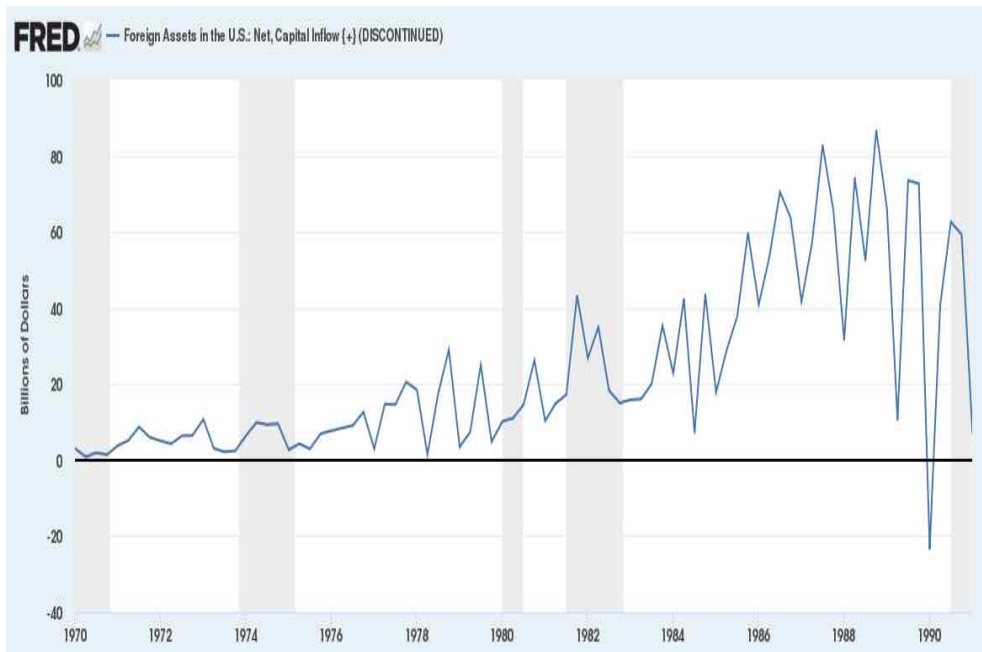
76) *Ibid.*, 2008, p.1073.

77) 김기수, *op.cit.*, p.613.

78) 만일 미국이 해외에서의 자본 조달을 통해 자국의 경상수지 적자를 보전하는 것이 불가능하다면, 미국은 오직 주조권(seigniorage)에서 비롯되는 차익에 의존할 수밖에 없었을 것이다. 즉 달러를 찍어 적자를 보전할 수밖에 없었을 것이며, 이런 상황에서 달러 가치는 폭락하고, 때문에 미국뿐만 아니라 글로벌 경제의 거대한 조정이 불가피했을 것이다. 물론 미국은 지난 2007-8년 서브프라임 금융위기 이후 막대한 양적 완화(QE, Quantitative Easing), 즉 막대한 달러화 발행을 통해 위기에서 빠져나왔다. 그럼에도 불구하고 달러화의 가치가 폭락하지 않았던 데에는 2011년 남유럽 금융위기를 거치면서 미국으로의 국제적 자본 흐름이 있었기 때문이다.

미국에로의 자본 유입 추세의 변화를 보여준다.

<그림 3-10> 1970년대~1980년대 미국에로의 자본 유입 추이 변화



(출처 : Federal Reserve Bank of St. Louis)

달러화의 환율은 달러 인덱스 기준으로 1978년 84.0으로 최저치를 기록한 이후, 1979년 볼커 전환 이후 꾸준히 상승하여 1985년 125를 상회하면서 최고치를 기록했다. 이러한 달러화의 지속적인 강세는 미국의 경상수지를 악화시킬 뿐만 아니라 기축통화로서 달러화의 위상에도 악영향을 주는 것이었다. 변동환율제 하에서 하나의 통화가 지속적으로 강세를 보이게 되거나, 혹은 지속적으로 약세를 보이게 되면 이는 투기의 대상이 될 수 있고, 투기의 대상이 되는 통화의 가치는 변동성이 급격하게 확대된다. 일반적인 통화의 경우 투기 세력의 공격에 대해 자국이 보유한 준비금-달러-를 매도하거나, 달러를 매수하면서 자국 통화의 환율을 방어하

게 된다. 이 경우 자국의 통화 정책에는 심각한 악영향을 주게 된다. 그러나 국제 기축통화인 달러화가 급격한 변동성을 보이게 되면 이는 미국의 통화 정책뿐만 아니라 국제 무역 거래에 심각한 위협이 되며, 나아가 국제 금융통화 시스템에 심각한 위협이 될 수 있다. 즉 기축통화 달러의 가치를 안정시키는 것은 달러 발행국인 미국만의 문제가 아니라 자본주의 국제경제시스템 전체의 문제가 될 수도 있는 것이었다. 다음 <그림 3-11>이 1980년대 달러화 가치 변화를 보여주는 달러 인덱스 변화 추이이다.

<그림 3-11> 1980년대 달러 인덱스 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1980년~1990년으로 설정)

쌍둥이 적자가 누증되면서 미국 의회 내에서는 강력한 보호무역주의 법안을 통과시키려는 움직임이 나타났다. 아울러 미국의 수많은 기업 경영자들은 달러화 강세의 완화를 요구하는 강력한 로비 활동을 벌이고 있었

다. 미국의 무역 적자는 1982년 420억 달러, 1983년 700억 달러, 그리고 1984년 1,230억 달러를 기록하였으며, 레이건이 집권한 지 불과 5년 사이에 누적 규모로 무려 4,230억 달러에 달했다. 이러한 상황에서 미국의 산업계에서는 보호무역의 목소리가 높아지게 되었으며, 의회를 중심으로 이에 대한 압력이 나타나기 시작했다. 1985년에 들어와 미국 의회에서 300개 이상의 무역 관련 법안이 도입되었는데, 이중 99개는 직접적이고 심각하게 보호무역주의적인 법안이었으며, 77개는 잠재적으로 보호무역주의적인 것이었다.⁷⁹⁾

그러나 이러한 산업계와 의회의 보호주의 압력이 강화됨에 따라 행정부의 반응도 변하기 시작했다. 1980년대 초반 행정부의 입장은 문제가 미국 자신에 있다는 것이었다. 1983년도 경제 상황에 대한 대통령 경제보고서에서는 달러화 평가 절상 문제에 대해 다음과 같이 진단했다.

“구매력 평가 지수(purchasing power parity) 이론에 따르면 환율 변화의 정도는 해외와 국내 인플레이션율의 차이와 동일해야 한다. 그러나 현재의 달러화의 평가 절상은 이 이론으로 설명할 수 없다”고 하면서 당시의 “달러화 평가 절상은 미국 제품에 대한 수요 증가에 기인한 것이 아니라 미국 자산에 대한 수요 증가에서 기인한 것”으로 분석하고 있다. 이는 “미국의 이자율이 1982년부터 하락한 것에 비추어보면 이자율 격차 때문이라기보다 제3세계 부채위기 등과 같은 금융적 불안정 상황에서 안전한 피난처(safe haven)를 찾는 투자자들의 열망에 기인한 것”이라고 분석이었다. 그런데 “달러화의 평가 절상은 미국 기업들의 생산비용이 해외 경쟁자들에 비해 상대적으로 상승하게 하므로, 미국 기업의 국제적 경쟁력을 심각하게 악화”시켰으며, 결국 미국의 무역 적자는 확대되었다고 했다. “1983년은 기록적인 무역 적자와 경상 수지 적자로 귀결될 것”인데, “향후에도 무역 적자가 지속될 것인가 하는 점은 미국의 재정 수지 적자 문제와 연관”되어 있다고 지적했다. 즉 미국 무역 적자의 주요한 원인은 파리 혹은 도쿄가 아니라 워싱턴에서 발견된다는 것이었다.⁸⁰⁾

79) 이 당시 미국의 보호무역을 요구하는 분위기에 대해서는 I. M. Destler, *American Trade Politics: System under stress* (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1986) 참조.

그러나 미국의 산업계에서는 행정부에 대해 달러화의 평가 절하를 통한 수출 경쟁력 강화를 강력하게 요구하고 있었으며, 의회와 행정부 고위 관리들에 대해서도 무언가를 하라는 요구가 강력하게 나타났다. 유권자로부터의 압력을 느끼고 있던 의회 지도자들은 만일 행정부가 아무 것도 하지 않는다면 무역 적자 해결을 위한 대책 마련을 의회 차원에서 하겠다고 행정부에 대해 불만을 터뜨리고 있었다.⁸¹⁾

캐터필러 트랙터 사의 회장이었던 모건(Morgan)은 강한 달러화와 약한 엔화로 인하여 자신의 회사를 포함해 수 백 개의 회사들은 국내외적으로 일본 경쟁자들에 비해 수십억 달러를 손해보고 있다고 불만을 터뜨렸다. 그는 당시 엔-달러 문제를 다룬 ‘머치슨-솔로몬 보고서(Murchison-Solomon Report)’를 인용하여 일본 금융 정책의 기본적인 결과가 엔화의 과소평가 때문에 외국인들이 엔화를 보유하는 것이 어렵고, 또 보유하는 것이 바람직하지 않다고 느끼게 한다고 이야기 했다. 모건은 당면한 과소평가된 엔화는 미국이 수입하는 일본 제품에 20% 보조금을 주는 것과 같은 반면에 미국이 수출하는 제품에 20% 관세를 부과하는 것과 같다고 주장했다.⁸²⁾ 그는 이러한 당시 산업계의 불만을 레이건 대통령에게 직접 전달했다. 당시 미국의 산업계와 의회 보호주의 세력들의 요구는 달러화의 평가 절하를 위해 정부가 보다 분명한 행동을 취해야 한다는 것이었다. 이러한 입장은 다음의 청문회 자료에서 분명하게 확인할 수 있다.

1985년 11월 14일과 19일 이틀에 걸쳐 열렸던 미국 하원의 ‘금융위원회 산하 국제금융무역통화정책소위원회(Subcommittee on International

80) *Economic Report of President, 1983* (Washington D.C.: Government Printing Office), pp.61 -67.

81) R. Taggart Murphy, *The Weight of the Yen* (New York: W.W.Norton&Company, 1997), p.170.

82) 환율 문제로 인한 미국 산업계의 손실에 대한 입장에 대해서는 미국 하원 금융위원회 산하 국제 금융, 무역, 통화 정책 소위원회의 ‘전략적 자본준비금법 청문회’ 참조. Subcommittee on International Finance, Trade and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs House of Representative, *The Strategic Capital Reserve Act of 1985 Hearings before the Subcommittee on International Finance, Trade and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs House of Representative*, (Washington, US Government Printing Office, 1986).

Finance, Trade and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs)'의 '전략적 자본준비금법(The Strategic Capital Reserve Act of 1985)' 청문회에서 캐터필러 트랙터사의 대정부 업무 담당 책임자 칼러(Richard Kahler)는 서면 답변을 통해 다음과 같이 이야기했다.

“4년 동안 캐터필러사는 과대평가된 달러화와 과소평가된 엔화의 불균형 문제를 미국의 무역과 경제적 관심사의 핵심적 문제점으로 제기해왔다. 미-일 산업 협의회와 같은 다른 기구들도 미국과 일본 간의 양자 관계에 있어 강한 달러화의 위험성을 지적했다. 미국과 일본의 경제인들은 하원에서 고려되고 있는 (그리고 이미 입법된) 보호주의적 법안들이 미국의 이익에 심각한 무역 문제를 만들어내는 (환율과 같은) 근본적인 경제적 문제점들에 대한 미국 정책결정자들의 우려를 반영하고 있다는 것을 이해하고 있다. 미국과 일본 회사들 사이에 관점의 수렴이 있었고 의회와 행정부에게 환율 문제의 심각성을 환기시켰지만, 이 문제의 해결을 위한 노력은 단지 지난 몇 개월 동안에만 이루어졌다. 플라자 합의는 중요한 첫 단계이다. 우리는 환율이 적정한 관계로 회귀하고 미국 회사들이 공평하게 경쟁할 수 있도록 지속적으로 필요한 조건들이 만들어지기를 희망한다 …… 강한 달러화의 거시경제적 영향은 다음과 같았다. 첫째, 미국에서 200만개의 일자리가 사라졌고, 이 숫자는 계속 늘어나고 있다. 둘째, 값싼 수입품의 대규모 유입으로 미국 GNP 성장이 감소했다. 셋째, 미국 산업 토대가 약화되고, 우리의 인적 자본이 충분히 활용되지 못하였다. 그리고 장기적 관점에서 가장 중요한 점은 국제 투자 패턴에서의 변화이다. 미국 회사들은 (실업 문제와도 연관된) 부품의 주문과 제품 생산을 조만간 해외에서 하는 결정을 해야만 했다. 1984년의 연구에 따르면, 주로 미국의 자본재 영역에서 77%의 응답자들이 점점 더 외주화(outsourcing)에 의존하게 되었다고 한다. 즉 생산과 일자리가 미국에서 외부로 이동하고 있다는 것이다. 이는 현재 캐터필러사를 위시한 미국 산업계의 생생한 현실을 보여주는 것이다. 환율 시스템은 분명 실패했으며, 캐터필러사를 위시한 다른 미국 회사들을 약화시켰다. 미국의 산업과 노동자들은 되돌릴 수 없는 고통을 겪었다. 이에 대응하기 위해 캐터필러사는 고용과 제조 시설을 감축하는 등 모

든 비용을 극적으로 줄여야만 했다. 4년 동안 우리는 기본적인 비용 구조에서 22%를 감축했으며, 향후 3년 간 15%를 추가로 감축할 것이다
…… 그러나 이러한 노력에는 기본적인 경제적 조건에 부합하지 않는
환율 변동성을 통제하려는 정부의 행동이 수반되어야 한다.”⁸³⁾

이 시기에는 노동계의 입장 역시 산업계와 정부의 입장과 비슷한 면을 보였다. 1985년 11월 14일, 20일, 21일에 개최된 미 상원 ‘금융위원회(Committee on Finance, Senate)’의 ‘무역정책 감독 청문회(Oversight Hearing on Trade Policy)’에서 ‘미국 노동총연맹(AFL-CIO, American Federation of Labor and Congress of Industrial Organization)’ 부 위원장이자 ‘자동차노동조합(UAW, United Automobile, Aerospace and Agricultural Implement Workers of America)’ 위원장인 비버(Owen Bieber)는 일본으로부터 자동차와 부품들이 막대하게 수입되고 있기 때문에 미국 자동차 기업들의 성장은 위축되어 자동차 산업 노동자들의 실업에 악영향을 주고 있는데, 일본의 자동차 산업은 일본 정부의 불공정한 지원을 바탕으로 미국 자동차 산업에 비해 경쟁력을 갖추게 되었다는 점을 심각한 문제로 지적했다. 이러한 불공정 행위의 해결을 위해 미국은 ‘수입 금지(embargo)’, ‘수입 한도 제한(quota)’을 포함하여 효율적인 제재 조치가 취해져야 한다고 주장하면서, 당시의 보호주의적 분위기를 대변했다.⁸⁴⁾

이러한 미국의 보호주의 압력은 레이건 행정부에게 충격을 주었다. 레이건 행정부의 입장에서 쌍둥이 적자 문제는 의회를 중심으로 대두되고 있던 보호주의 움직임을 위시하여 국내의 정치적 반대 세력에게 공격의 빌미를 제공하는 문제가 될 수 있는 것이었기 때문이었다. 따라서 국내 정치적 문제의 해결을 위해서도 쌍둥이 적자 문제, 특히 경상수지 적자 문제 해결에 대한 대안이 필요한 상황이었다. 경상수지 적자에 있어 미국

83) 이 청문회는 공정 경쟁을 통한 세계 통화 시장을 안정화하기 위한 법안과 국제 통화가 국제 경제를 안정화하고 국제 경제 성장을 제공할 수 있도록 안정적이고 책임 있는 환율을 정착시키려는 법안을 위한 청문회였다. *Ibid.*, pp.27-30.

84) Committee of Finance, Senate, *Oversight Hearings on Trade Policy* (Washington, D.C.: Government Printing Office, 1986), pp.148-150.

의 수입 증가 원인을 분석해보면, 미국의 수요가 증가해서라기보다는 달러화의 강세가 원인으로 지목되었다.⁸⁵⁾

이러한 상황에서 미국의 환율에 대한 정책적 입장이 행동주의 노선으로 변화하게 되었으며, 결국 플라자 합의라는 국제 거버넌스를 통한 협력적 시장 개입으로 나타나게 된 것이었다. 이 과정에 대해 살펴해보도록 하겠다.

(3) 플라자 합의, 루브르 합의 : 조정 비용의 전가를 위한 거버넌스

1) 행동주의적 환율 정책으로의 전환

레이건 행정부는 경상수지 적자가 확대되는 상황에서 산업계와 의회의 보호주의적 압력에 직면하면서 미국의 수출과 국내 일자리 창출에 있어 강한 달러가 갖는 부정적 영향을 인정하고, 환율을 전적으로 시장에 맡겨두는 정책에 변화가 필요하다는 것을 느끼게 되었으며, 환율 결정에 대한 개입을 검토하기 시작했다.⁸⁶⁾ 사실 미국의 입장에서 경상수지, 특히 무역 적자 문제의 해결을 위해 가장 비용이 적게 드는 방식의 하나가 바로 달러화의 환율 조정이 될 수 있었다. 때문에 그 이전까지 환율 문제에 대해 크게 신경을 쓰지 않았던 레이건 행정부는 본격적으로 환율 조정에 대한 논의를 시작하게 되었다. 그런데 달러화의 급격한 평가 절상을 야기했던 연준의 통화 긴축 정책은 1982년 7월 1일 통화공급량과 금리를 보다 탄력적으로 운용하는 정책으로 이미 보다 유연한 정책적 선회를 한 상태였

85) Robert Solomon, "Effects of the Strong Dollar," *The U.S. Dollar-Recent Developments, Outlooks, and Policy Options*, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kanas City, Jackson Hole, Wyoming August 21-23, 1985, p.68. 솔로몬은 미국 수입 증가의 1/3 가량이 달러화의 고평가에 기인한 것이라고 계산하였다.

86) Andrew Walter, *World Power and World Money: The Role of Hegemony and International Monetary Order* (N.Y.: St. Martin's Press, 1991), pp.219-220.

다. 이는 환율 조정 문제에 대한 행정부의 선택지를 넓혀 줄 수 있었다.

이러한 상황에서 미국은 1983년 가을, 일본에 대한 정책 조정에 나서게 된다. 1980년대에 들어오면서 일본과 미국 사이에서는 여러 분야에서 무역 갈등이 나타났다. 일본의 대미 자동차 수출을 제한하기 위하여 미국은 일본 자동차에 대한 쿼터를 반복적으로 부과했고, 일본에게 자발적 수출 제한 조치를 요구하기도 했다. 공작기계, 반도체 및 농업 분야 등 다양한 분야에서 무역 갈등이 나타났다. 일본과의 무역 갈등 문제의 해결을 위해 미국으로 유입되고 있었던 국제 자본의 이동 방향성이 일본을 향하게 되면 일본 엔화 가치가 평가 절상되고, 이 결과 미국의 대일 무역 적자가 감축될 수 있다는 당시 재무부 장관 리건의 논리를 따라 ‘엔-달러 협정(Yen/Dollar Agreement)’을 추진했다.⁸⁷⁾ 레이건 행정부는 엔-달러 환율 수준을 수정하기 위해서는 미국이 일본 정부에게 그들의 은행법과 금융법에 기술적 변화를 채택하라고 구체적인 목록을 전달해야 한다는 앞에서 인용했던 트랙터사 모건 회장의 주장을 채택했으며, 일본과의 엔-달러 환율 이슈에 대한 협상에 이러한 요구가 포함되었다.⁸⁸⁾

머치슨-솔로몬 보고서에서는 협력적 환율 정책 대신에 무역 정책을 통해 양국 간의 불균형을 해결하고자 했던 시도들은 무역 갈등의 골만 더 깊게 했으며, 엔-달러 환율의 올바른 조정이 없이는 향후 무역 갈등은 더욱 커질 것이라고 지적했다. 또한 보고서에서는 이제까지 환율에 대한 무대응(benign neglect) 전략은 잘못된 이론에 기초하고 있다고 비판하면서, 대미 무역에서 막대한 흑자를 통해 획득된 일본의 잉여 달러가 달러 표시 자산으로 회귀하면서 달러화의 강세 추세가 지속되고 있다고 지적했다. 지난 10년 간 환율 결정은 무역 활동에 의해서가 아니라 자본의 흐름에 의한 것으로 메커니즘이 변화했다는 것이었다. 이때 일본의 금융 시스

87) 이에 대해 Frankel은 의문의 여지가 있는 경제 논리라고 평가하고 있다. Jeffrey A. Frankel, “And Now Won/Dollar Negotiations? Lessons From the Yen/Dollar Agreement of 1984,” *Working Paper 90-131* (Berkely: UCB Department of Economics, 1990 January), pp.6-7.

88) Brian W. Semkow, “The 1984 American/Japanese Financial Agreement:: Implications and Results,” *George Washington Journal of International Law and Economics*, Vol. 19, Issue 3 (1985), p.745.

템이 정부의 통제 하에 운영되고 있기 때문에 자본의 흐름 역시 정상적이지 않다는 것을 문제로 지적했다.⁸⁹⁾ 이 보고서는 환율 정책에 미국이 적극적으로 개입하여야 한다는 것과 일본의 금융 자유화를 통해 엔화의 수요를 확대하여 엔-달러 환율에 대한 조정이 필요하다는 결론을 내리고 있다.⁹⁰⁾

그런데 이러한 미국의 요구에 앞서 일본에서도 이미 1970년대부터 스스로 금융 시스템의 구조를 재구조화하려는 움직임이 나타나기 시작했다. 1949년 제정된 ‘외환통제법’을 수정한 ‘외환과해외무역통제법’이 1979년에 의회를 통과했고, 1950년에 ‘외환통제법’을 보완하여 제정되었던 ‘해외투자법’은 1980년에 폐지되었다. 이는 국제거래에 대한 일본의 원칙이 ‘금지’에서 ‘자유화’로 최초로 변화한 것이었다.

일반적으로 국제 은행의 중심지가 되기에 유리한 국가는 넓고 깊고 자유로운 금융 시장을 갖고 있으며, 투자자들에게 가격 안정을 포함하여 안정성을 제공하고, 경쟁력 있는 금융 산업을 유지하기 위하여 충분한 인적 자본을 제공할 수 있는 경제적 · 정치적 · 사회적 시스템을 갖고 있는 국가라고 한다. 이러한 국가는 자국의 통화로 표시된 유동성 예금을 세계의 여타 국가들로부터 수취하여, 대부와 투자를 제공하는 포지션에 위치할 수 있다. 이것이 외국인들로부터 유동적인 부채를 끌어 와서 다른 국가들에게 대부와 투자를 제공하는 과정이며, 이것이 한 국가가 유동성을 다른 국가들에게 제공하는 국제 유동성 변형 과정이다. 이는 한 국가가 세계의 은행가로 기능할 수 있는 개념을 보여주는 것이다. 중요한 점은 외국인들이 해당 국가에 대한 단기 청구금을 보유하려는 의지가 국제 통화 체제의 유동성을 강화시켜준다는 것이다. 한 국가의 유동 부채는 국경을 넘는 통화로 수용된다. 일반적으로 상대적으로 낮은 인플레이션 수준과 인플레이션 변동성이 국제 통화 수요에 기여할 수 있으며, 잘 발전된 금융 시장이 이러한 통화의 수요뿐만 아니라 공급을 용이하게 한다. 따라서

89) David C. Murchison and Ezra Solomon, "The Misalignment of United States Dollar and Japanese Yen: The Problem and Its Solution," *California Management Review* Vol.XXVII, No. 1 1984, Fall, p.44-52.

90) *Ibid.*, pp.53-54.

뉴욕과 런던의 크고 자유로운 금융 시장은 달러화와 파운드화가 국제 통화로 사용되는 데에 중요한 역할을 한 것이었다. 그러나 일본의 금융 시장은 엄격하게 규제되어 있었기 때문에 일본의 엔화가 국제 통화로서 기능함에 있어 저해 요인이 되었다.⁹¹⁾

따라서 엔화의 국제화를 지지하던 세력들이 일본 금융 시스템의 자유화를 요구하게 된 것은 자연스러운 일이었다. 1979년 ‘외환과해외무역통제법’의 수정 이후 일본 금융 시스템 자유화의 다음 단계는 1981년, ‘신은행법’의 제정이었다. ‘신은행법’은 국내 은행 산업을 변화시켰으며, 일본 정부가 예산 적자에 대해 용자하는 절차를 재설계했다. 신은행법에 따라 일본 국내 시장은 다른 금융 기관들뿐만 아니라 은행도 보유 기간 없이 정부 증권의 공개 매각이 가능하게 되었다. 이러한 자유화는 정부 예산 적자에 대한 용자에 있어 커져가는 위기를 회피하기 위하여 국내 거래가 쉽게 이루어질 수 있도록 하는 것이었다. 또한 신은행법은 일본에서 영업하고 있는 해외 은행들이 일본의 은행들과 동일한 조건에서 경쟁할 수 있도록 법적으로 동등한 지위를 부여하는 것이었다. 아울러 일본에서 영업하고 있는 해외 은행들의 지사 혹은 대리인들에게 대장성으로부터 면허를 취득할 것을 요구했다.⁹²⁾

이 시기 일본 통화 당국의 목표는 엔화의 평가절하 폭을 감축하려는 것이었다. 일본과 미국 모두, 미국에서의 보호주의 압력이 높아지는 상황에서 엔-달러 환율에 대한 우려가 있었으며, 일본 정부가 자본 유입을 야기할 적극적인 행동을 취해야 한다는 제안이 있었다. 1984년, 몇몇 일본 정부 소속 기관이 뉴욕에서 해외 채권 발행을 계획했다. 그렇지만 미국과 일본 양국 정부는 자본 유출에 대한 통제 회복과 같은 보다 직접적인 조치가 효율적일 수 있다 하더라도, 일본을 세계 금융 시장으로 통합시켜가는 장기적인 목적에 도움이 되지 않는다고 느끼고 있었다. 장기적으로 볼

91) George S. Tavlas and Yuzuru Ozeki, “The Internationalization of Currencies: An Appraisal of Japanese Yen,” *Occasional Paper* (Washington D.C.: IMF, 1992 January), pp.3-4.

92) Brian W. Semkow, “The 1984 American/Japanese Financial Agreement: Implications and Results,” *George Washington Journal of International Law and Economics*, Vol. 19, Issue 3 (1985), pp.747-748.

때, 세계금융 시장에서 강화된 엔화의 역할이 세계 경제에서 일본의 중요성을 반영한다는 점에서 바람직하고, 달러에 대한 엔화 환율의 평가절상에 기여할 것이라고 간주되었다. 이와 관련해서 일본 국내 자본 시장 탈규제의 지속을 목표로 삼아야 한다는 것이었다. 자유화의 주요한 수혜자는 과거에 자신들의 저축에 대해 (낮은 이자율로 인하여) 제대로 된 보상을 받지 못했던 일본의 가계 부문이 될 수 있었다. 아울러 만일 이자율이 상승한다면, 일본으로부터의 자본 유출이 줄어들고, 따라서 엔화의 평가절상이 가능할 것으로 생각되었다.⁹³⁾

당시 일본 정부의 통제 하에서 이윤율이 떨어질 수밖에 없었던 일본의 은행들은 (양도성 예금 증서 등과 같은) 새로운 상품을 추구하게 되었으며, (채권 재구매 시장과 같은) 새로운 사업 영역에 뛰어들게 되었다. 특히 일본 금융 시장이 자유화되기 시작하면서 나타난 첫 번째 중요한 조치가 국채의 재판매를 허용한 것이었다. 이를 통해 정부 채권에 대한 2차 시장이 등장하게 되었고, 급격하게 확대되기 시작했다. 이와 유사하게 대규모 양도성 예금증서(CD, Certificate of Deposit)에 대한 이자율 결정이 자유로워지면서, 환매조건부 채권시장이 급격하게 확대되었다. 특히 앞서 언급한 ‘외환과해외무역통제법’은 특별한 제약을 둔 부분을 제외하고는 국제자본의 흐름이 자유롭게 될 수 있도록 만들었다. 그리고 1983년 ‘엔화의 국제화와 금융, 자본 시장 자유화’가 대장성 장관에 의해 공식적인 정책 목표로 확인되었으며, ‘포괄적 경제 조치들(Comprehensive Economic Measures)’에 포함되었다.

미국 내에서는 달러화의 평가 절하를 요구하는 정치적 압력이 높아지고 있으며, 일본 내에서는 금융 자유화와 엔화의 국제화에 대한 지지가 나타나고 있던 상황에서, 결국 미국의 재무부는 환율에 대한 조정이 필요하다는 캠페인에 나서게 된다. 먼저 일본과 미국 정부 대표단들은 일본에서 영업하고 있는 해외 금융 기관에 대한 상호성과 일본 내 대우 등에 관련된 이슈들에 대한 토론을 시작했다. 주로 상무부(Department of Commerce) 관리들로 구성된 미국 정부 팀의 일련의 토론과 조사 이후,

93) *Economic Report of the President 1984, op.cit.*, pp.68-69.

일본의 규제가 해외 기관들을 차별하고 있다는 내용의 존스 보고서가 발표되었다. 일본의 대장성은 존스 보고서의 이러한 결론을 근거 없는 것이라고 수용하지 않았다. 그럼에도 불구하고 미국은 양자 금융 외교에 압력을 가하기 시작했다.

미국 내에서 보호무역 압력이 높아지면서 미국은 일본 정부에 (무역 적자 감축을 위한) 공식적인 요구 사항을 전달했다. 이어 1983년 10월에 시작된 일본의 이자율의 자유화와 엔의 국제화를 지지했으며, 후속 조치로 1983년 11월, 미국과 일본은 ‘엔-달러 위원회’라는 프로젝트 팀 구성에 합의했다. 이는 일본 금융 개혁에 대한 해외의 요구를 토론하는 첫 번째 기구였다. 이러한 과정을 통해 1984년 5월, 22개의 의제로 구성된 ‘엔-달러 합의’ 공동 선언이 발표되었다. 이는 ①예금 이자율에 대한 탈규제, ②서구 시장에서 광범위하게 사용되고 있는 금융 상품에 대한 허가, ③유로-자본의 일본 국내 금융 산업에 대한 더 원활한 접근성 제공, ④해외 은행의 일본 국내 신탁 업무에의 참여 허용, ⑤해외 회사들에 대한 도쿄 주식 시장 개방 등을 골자로 하는 것이었다. 이러한 내용들을 요약하면 첫째, 일본 금융 시장을 국제화하기 위하여 어떤 조치들이 필요하며, 이 조치들은 어떤 기준에 의거하여야 하는가? 둘째, 국제 금융 시장에서 무엇이 정부 그리고/혹은 정부들을 규제하여야 하는가? 셋째, 금융 시장 국제화의 목적이 무엇인가? 등이었다.⁹⁴⁾

그리고 ‘엔-달러 합의’와 동시에 ‘금융 자유화와 엔의 국제화에 대한 당면 현황과 전망(Current Status and Prospects for Financial Liberalization and the Internationalization of the Yen)’이 발표되었다. 이 문서는 엔화의 국제화를 촉진하는 특정한 접근과 조치들을 체계적으로 개괄하는 것이었다. 이 문서에서는 만일 엔화가 국제 통화가 된다면, 일본은 세계 경제의 안정적 발전에 기여할 수 있고, 비거주자들을 위한 편의성이 강화될 것이라고 언급했다. 또한 엔화의 국제화는 ①환율 리스크를 제거하고 무역에서의 위험 회피 비용(hedging cost)을 감소시켜

94) Massanobu Konno, “A historical inquiry into the Japanese financial system and economic performance,” *The Economic Journal of Takasaki City University of Economics* vol.46, No.1 (2003), p.21.

줄 것이며, ②기업 금융의 효율성을 개선해 줄 것이며, ③국제 금융 거래에서 일본 금융 기관들의 위상을 강화시켜 줄 것이며, ④도쿄가 국제 금융 중심지가 되는 기초를 형성해 줄 것이라고 했다. 근본적으로 엔화의 국제화는 거래에 관련된 당사자들의 선택을 통해 자연스럽게 진화해야 했다. 일본 통화 당국은 거래에 관련된 당사자들이 자신들의 필요성에 가장 적합한 방식으로 엔화를 자유롭게 선택할 수 있도록 하는 환경을 형성하고 장애물을 제거하는 데에 신경을 써야만 했다. 엔화가 국제 통화로 더 많이 사용될수록, 외환 시장과 국내 통화 정책 그리고 국내 금융 시스템에 대한 영향력이 더욱 커질 것이라는 점을 강조했다.⁹⁵⁾ 이러한 이해에 기초하여 일본 정부의 엔화 국제화에 대한 입장은 부정적인 측면에서 중립적으로 변화하기 시작했다.

‘엔-달러 합의’ 직후인 1984년 6월, 해외 통화 표시 자금을 엔화로 태환하는 것에 대한 규제가 폐지되었으며, 거주자들에 대한 단기 유로-엔 대출이 자유화되었다. 그리고 11월에는 유로-엔 채권의 주권사 지위가 해외 기관들에게 개방되었다. 그리고 11월, 레이건이 일본을 방문하여 열렸던 나카소네 총리와의 미일 정상회담에서 미국과 일본이 엔화의 ‘국제화(internationalization)’를 촉진하기 위해 공동으로 노력할 것에 합의했다. 이는 이전의 대외 무역 거래를 위한 외환시장에서의 엔화 사용을 제한했던 법규를 완화하는 것과 같은 구체적인 조치를 포함하고 있었다.⁹⁶⁾ 아울러 미국의 리건 재무부 장관과 일본의 다케시타 대장성 장관의 회담에서 미국의 은행, 증권 회사 및 다른 금융 기관들이 일본에서 보다 원활하게 영업할 수 있는 몇 가지 조치들에 대한 논의가 이루어졌다. 미국은 일본의 금융 자유화를 통해 엔화에 대한 수요를 제고하여 엔화를 평가절상하고 달러화를 평가절하하려는 전략을 구체화하기 시작한 것이었다.

1985년 3월, ‘외환과 기타 거래에 관한 협의회(The Council on Foreign Exchange and Other Transactions)’에서 ‘엔의 국제화(Internationalization of the Yen)’이라는 제목의 보고서를 발간했으며,

95) Tetsuji Murase, “The internationalisation of the yen: essential issues overlooked,” *Pacific Economic Papers* No.307, pp.3-4.에서 재인용.

96) *Economic Report of the President 1984, op.cit.*, p.70.

이어 4월에는 유로-엔 채권에 대한 원천과세가 폐지되었다.⁹⁷⁾ ‘엔의 국제화’ 보고서는 엔화의 국제화가 국내외적 이익을 증가시킬 수 있는 환경에 직면하여, 대장성 장관이 엔화의 국제화에 대한 깊이 있는 검토를 맡긴 ‘외환과 기타 거래 협의회(Council on Foreign Exchange and Other Transactions)’에서 발간된 것이었다. 이 보고서는 첫째, 금융 자유화(특히 지속적인 이자율의 자유화와 개방적 단기 자본 시장의 발전과 확대), 둘째, 비거주자들을 위한 엔화 사용의 편리함을 개선하기 위한 첫 단계로서 유로-엔 시장의 자유화, 셋째, 도쿄에서 유로-엔 거래를 용이하게 하는 도쿄 역외 시장의 개설 등이 주된 내용이었다.⁹⁸⁾ 결국 이러한 일련의 금융 자유화 과정을 거치면서 엔화에 대한 수요가 확대되었으며, 이로 인하여 1985년에 들어와 9월의 ‘플라자 합의’ 이전에 이미 3월부터 엔화 가치는 평가 절상되기 시작했다.

2) ‘플라자 합의’에서 ‘루브르 합의’까지의 전개 과정

레이건은 자신의 두 번째 임기가 시작되면서 백악관의 베이커와 재무부의 리건의 자리를 맞바꾸는 인사를 단행했다. 리건이 금융 시장에 보다 가까운 사람이었다면, 베이커는 정치적 수완가였다. 1985년 1월, 미국의 재무부 장관으로 새로 임명된 베이커는 이제까지 환율 조정 문제에 대해 크게 신경 쓰지 않고 무시(benign neglect)했던 정책 기조를 바꿔, 달러화 환율을 평가 절하해야 한다는 제안을 했다. 베이커는 상원 금융위원회의 장관 임명 청문회에서 무역 적자의 해소를 위하여 관세 인상이 필요한가에 대한 질문을 받자, 정부는 관세 인상에 대한 계획은 없지만, 무역 적자 감축을 위해 달러화의 가치 절하가 필요하다는 입장을 밝혔다.⁹⁹⁾

97) Ministry of Finance, Japan, “Chronology of the Internationalization of the Yen,” (http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/e1b064c1.htm)

98) *Ibid.*

99) Committee of Finance, Senate, *Nomination of James Baker III Hearing before the Committee of Finance, US Senate*, (Washington D.C.: US Government Printing Office, 1985), p.22. (<https://www.finance.senate.gov/imo/media/doc/HRG99-1.pdf>)

무엇인가를 해야 한다는 베이커에 대한 압력은 의회와 산업계뿐만 아니라 행정부 내의 상무부, 농림부 등에서도 가해졌다. 그렇지만 재정 적자를 감축하는 문제는 재무부의 권한을 넘는 대통령의 근본적인 권한의 문제였으며, 때문에 재무부의 권한으로 할 수 있는 것은 외환 시장에 개입하는 것이었다.¹⁰⁰⁾ 그런데 이러한 개입이 효율적이기 위해서는 연준도 이에 동참해야 한다. 당시 연준 의장 볼커는 재무부가 환율과 개입 정책에 있어 확실한 책임자이며, 가장 중요한 부처라는 점을 수용했다.¹⁰¹⁾ 즉 재무부는 외환 시장 개입에 대한 최종 결정권을 명실상부하게 갖고 있었던 것이다.

1985년 2월, G-5(미국, 영국, 프랑스, 독일, 일본) 국가들은 달러화를 평가 절하하기 위해 외환시장에 대해 ‘협력적 개입(coordinated intervention)’을 시작했다. 미국으로부터 무역 흑자를 기록하고 있던 일본과 독일의 입장에 있어서도 달러화의 환율 조정 문제는 자국의 이익을 위해 자유 무역을 지향하는 국제 무역 시스템을 지키기 위하여 수용해야 하는 문제로 받아 들였다. 1985년 9월 22일 미국의 플라자호텔에서 열린 G-5 재무장관 및 중앙은행 총재 회합에서 달러화를 평가 절하하고, 엔화와 마르크화를 평가 절하하기 위하여 각 국가들이 직접 시장에 개입할 것을 공식적으로 결정했다.¹⁰²⁾ 이른바 ‘플라자 합의(Plaza Accord)’였다. 그런데 플라자 합의의 구체적인 실행 계획은 1주일 전 런던에서 열린 비밀 회합을 통해 상당 부분 이미 결정되어 있었다. ‘개입에 대한 토론 요점(Points for Discussion on Intervention)’이라는 제목의 비공개 문서에서 환율 조정 목표치, 전략, 전체 규모, 운영 통화 그리고 국가별 할당 규모 등이 세밀하게 규정되어 있었다.¹⁰³⁾

먼저 환율 조정 목표치로는 당시 기준으로 10%~12% 정도 달러화의 가치를 평가 절하하여 엔-달러 환율은 214~218엔대 1달러, 마르크-달러

100) Murphy, *op.cit.*, pp.170-171.

101) Volcker, Gyohten, *op.cit.*, p.234.

102) Michael D. Bordo, Anna Schwartz, “What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished?” *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No.1356 (December 1990), p.3.

103) Funabashi, *op.cit.*, p.17.

환율은 1.54~2.89마르크 대 1달러가 제시되었으며, 이를 위해 미국, 독일, 일본이 향후 6주 이내에 외환시장에서 약 180억 달러 분량의 엔화와 마르크화를 구매한다는 것이 합의되었다. 이와 함께 미국, 영국, 프랑스 등은 재정 지출을 축소하여 재정 적자를 감축하고 물가 안정을 달성할 것, 그리고 일본과 독일은 재정 지출 확대를 통하여 내수 시장을 확대할 것 등이 합의되었다. 이 과정에 소요되는 재정에 대해서는 미국과 일본이 30%, 독일이 25%, 프랑스가 10%, 그리고 영국이 5%를 부담하는 것으로 합의되었다.¹⁰⁴⁾ 플라자 합의에서 각 국가별 정책 과제를 정리한 것이 다음의 <표 3-1>이다.

플라자 합의 이후 실행 계획에 따라 G-5는 약 6주간 협조개입을 실시하여 달러화 가치 하락을 유도했다. 합의 바로 다음날인 9.23일 도쿄시장의 휴장으로 유럽시장에서 독일 중앙은행의 개입이 먼저 실시되어 1 달러 당 234엔에서 230엔으로 엔화는 평가 절상되었고, 달러화는 평가 절하되었다. 같은 날 뉴욕시장에서는 연준이 엔과 마르크화의 매수 개입을 실시하여 1 달러 당 225.5엔으로 마감되었다. 시장에서 협력적 개입의 지속성에 대한 회의적 시각이 있기도 하였으나, G-5 국가들은 지속적으로 시장에 개입하여 달러화 가치는 하락세를 유지하였다. 9월 23일부터 10월 말까지 미국은 32억 달러, 일본은 30억 달러, 독일 · 프랑스 · 영국 등은 20억 달러, 기타 선진국 20억 달러 등 총 100억 달러 정도의 시장 개입이 시행되었다.

결국 엔-달러 환율과 마르크-달러 환율은 협력적 개입이 이루어진 9월 23일에서 11월 7일 사이에 각각 14.4%, 7.7% 하락하여 실행 계획상 목표였던 10~12%에 근접하였다. 협력적 개입이 끝난 이후에도 이 효과는 지속되어 12월, 엔화는 1달러에 203엔까지 평가 절상되었다. 마르크화는 플라자 합의 직후였던 9월, 1 달러 당 2.94 마르크에서 12월, 1 달러 당 2.45 마르크로 평가 절상되었다. 다음 <그림 3-12>가 플라자 합의 직후 엔-달러 환율 변화 추이이다.

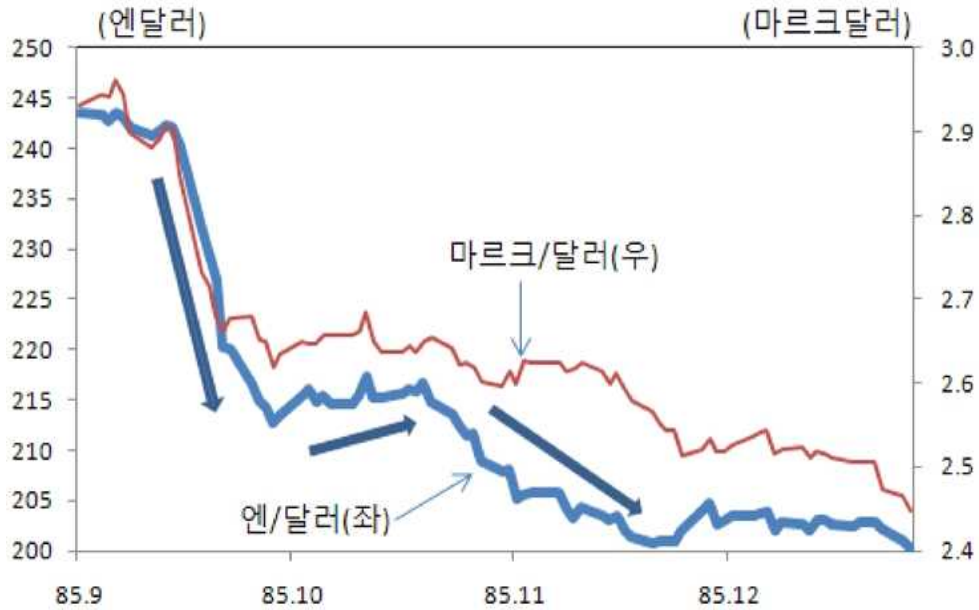
104) *Ibid.*, pp.16-21.

<표 3-1> 플라자 합의에 따른 국가별 세부 정책 과제¹⁰⁵⁾

	기본정책방향	구체적인 정책과제
미국	<ul style="list-style-type: none"> ○ 인플레이션 없는 성장 ○ 민간부문의 참여와 역할 극대화 ○ 정부부문의 규모와 역할 축소 ○ 시장개방 지속 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 재정적자 축소와 민간부문으로의 생산자원 이전 - GNP대비 정부지출비율을 지속적으로 축소 ○ 세입중립적인 세제개혁 - 저축장려, 고용유인 제고
일본	<ul style="list-style-type: none"> ○ 인플레이션 없는 성장 ○ 국내시장에 대한 개방 확대 ○ 엔의 국제화 ○ 내수진작 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 상품 및 서비스시장 개방 확대 ○ 정부규제 완화를 통한 민간경제 활력의 제고 ○ 엔화의 환율동향에 적절한 주의를 기울이는 탄력적인 금융정책 시행 ○ 금융·자본시장 자유화 ○ 공공투자 확대 ○ 소비자금융 및 주택금융시장 활성화
독일	<ul style="list-style-type: none"> ○ 물가안정 ○ 낮은 수준의 금리 유지 ○ 지속적 성장을 통한 고용창출 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 민간투자촉진을 위한 공공부문의 역할 축소 ○ 감세조치 등 중기적 세제개혁의 지속적 추진 ○ 고용에 관한 각종 정책, 규제 및 관행의 개선을 통하여 노동시장의 경직성을 완화 ○ 안정지향적인 금융정책을 통해 내수가 지속적으로 확대될 수 있는 환경조성
영국	<ul style="list-style-type: none"> ○ 인플레이션 억제 ○ 생산의 지속적 증대 및 고용증진 ○ 시장기능 제고를 위해 규제 축소 ○ 외환규제 철폐 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 물가안정을 위한 금융정책 시행 ○ 주요 국영기업의 민영화 ○ 조세부담 경감 및 자원의 효율적 이용 도모 ○ 노동시장의 효과적 개선을 위한 추가조치 강구 ○ 금융시장의 자유화 추진
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> ○ 대외수지 개선 ○ 구조조정과 산업근대화를 위한 노력 강화 	<ul style="list-style-type: none"> ○ 공공지출의 점진적 축소 ○ 기업투자의 회복 촉진 ○ 금융시장의 자유화·근대화를 지향하는 조치 강구 ○ 교육훈련 강화 및 고용창출 도모

105) <http://blog.naver.com/ejhent11/40117709549>

<그림 3-12> 플라자 합의 직후 엔-달러 및 마르크-달러 환율 변화
추0|106)



자료 : Bloomberg

플라자 합의를 통해 드러난 것은 미국 단독으로는 세계 경제 불균형의 문제를 해결하기 쉽지 않으며, 적어도 일본, 독일 등 전후 세계 경제에서 급격하게 성장하고 있던 선진 자본주의 국가와의 협력이 절실하게 필요하다는 것이었다. 그러나 환율 조정만으로 불균형 문제가 쉽사리 해결되지는 않았다. 플라자 합의에도 불구하고 1986년 미국의 무역적자는 약 1,700억 달러로, 1985년 대비 약 200억 달러 증가했다. 무역적자는 1987년에도 줄어들지 않고 1,710억 달러를 기록했다. 반면 일본과 독일의 대미 무역흑자는 여전히 증가 추세를 유지하였다. 독일의 경우 1986년 156억 달러로, 1985년 대비 약 35억 달러가 늘어났으며, 1987년의 경우에도 계속 늘어나 약 162억 달러를 기록하게 된다. 일본의 경우 1986년에 약

106) 출처 Bloomberg. *Ibid.*에서 재인용.

600억 달러를 기록하여 1985년 대비 약 10억 달러가 증가 하였으며, 1987년의 경우에는 560억 달러를 기록하여 약간 줄어들었지만 여전히 막대한 대미 무역흑자를 기록하였다.¹⁰⁷⁾ 즉 환율 조정에 따른 불균형 조정 효과가 예상과 달리 그리 크지 않았다.

시장에 적극적으로 개입하여 환율을 조작하는 것에 합의한 플라자 합의와 더불어 미국에서는 세계 석유가격을 30%~40% 떨어뜨려 경기부양을 꾀하고자 하는 연구가 비밀리에 진행되었다. 연구에서는 “유가를 낮추면 세계 경제에 도움이 될 것이다 …… 우리는 OPEC 등 산유국들이 유가를 ‘인위적으로’ 좌지우지 못하게 해야 한다.”라고 했다. 술츠 당시 미국 국무장관은 런던 주재 미 대사관에 “나는 우리 국무부가 유가 급락의 영향에 관한 연구를 서둘러주었으면 한다.”는 기밀 전보를 보냈다. 이어 미국 정부는 사우디아라비아가 뉴욕 주식장의 주가가 높을 때의 수준까지 석유 생산량을 증산할 것을 요구했다. 1986년 부통령이었던 조지 부시가 사우디아라비아를 방문하여 사우디아라비아 국왕에게 “시장력이 유가와 석유 생산량을 가장 잘 결정할 수 있다”며 역시 증산을 압박했다. 사우디아라비아는 이에 석유 증산을 결정하고 침체된 세계 석유 시장에 석유를 과잉 공급하기 시작했으며, 석유 가격은 1985년 배럴 당 31.3\$에서 1986년 10.4\$까지 폭락했다.¹⁰⁸⁾

이러한 석유 가격 폭락은 인플레이션 압력 해소에 큰 기여를 했으며, 이에 따라 국제 공조 하에 금리 인하가 가능하게 되었다. 1986년 3월에 들어와 독일은 4.0%에서 3.5%로, 프랑스는 8.5%에서 8.25%로, 일본은 4.5%에서 4.0%로, 미국은 7.5%에서 7.0%로 각각 재할인율을 인하하였으며, 이후 미국은 1986년 8월 5.5%까지 3차례에 걸쳐 재할인율을 추가 인하하였다. 이렇게 내외 금리차가 축소되면서 달러화의 가치는 더욱 크게 하락하였다. 또한 1986년 미국의 이란 - 콘트라 스캔들, 중간 선거에서 집권당 패배 등 정치적 악재 역시 달러화의 가치 하락에 일조하였다. 결국 플라자 합의와 금리 인하 등의 여파로 달러화의 가치는 지속적으로 하락하여 달러 인덱스 기준으로 1985년~1987년에 약 35%가 평가절하 되

107) 김기수, *op.cit.*, pp.618-619..

108) Engdahl, *op.cit.*, pp.436-437.

었다. (<그림 3-11> 참조). 이렇게 되자 플라자 합의에도 불구하고 무역 불균형 문제는 크게 달라지지 않았으면서 달러화의 가치만 급격하게 평가 절하 되는 상황이 나타난 것이었다. 따라서 환율 조정을 통한 무역 협정의 성격을 띤 플라자 합의를 보완하는 추가적 조치가 요구되었던 것이다. 특히 플라자 합의에서 환율 조정과 달리 재정 정책 공조는 매우 더디게 진행되었다. 플라자 합의 이후 가시적인 조치가 이루어지지 않다가 1986년 5월 G7정상회담에서 거시경제정책 협조의 원활한 진행을 위한 감시제도가 마련되었으나 실효성은 크지 않았던 것으로 평가된다.

플라자 합의는 결국 글로벌 차원의 정치경제적 문제의 해결에 있어 미국 단독으로는 문제 해결이 어렵다는 것을 인정했다는 의미가 있다. 즉 미국의 일방주의에 한계가 있다는 것이 분명해 진 것이었다. 이러한 일방주의 경제 정책을 포기한 것은 미국 국내 정치적 역학관계가 재조정된 결과로, 점증하는 보후주의 압력으로 인하여 무역 문제가 주요한 이슈로 대두된 미국 국내 정치적 상황의 산물이기도 했다.¹⁰⁹⁾

그러나 플라자합의는 그 자체의 모순을 갖고 있었다. 미국 정책 결정자들이 달러 가치를 절하하고 미국 금리가 외국과 비교하여 하락함에 따라, 1986년 봄 달러의 실질 유효 환율은 1985년 고점의 1/3 정도 급락했으며, 국제적 기준으로 평가한 미국 자산의 가치는 위협을 받게 되었다. 금리와 달러 가치가 상승하면서 미국으로 몰려들었던 국제 자본은, 이제 금리와 달러 가치의 하락으로 미국 주식시장과 채권시장이 재앙에 빠질 기미를 보이자 썰물처럼 빠져 나가기 시작했다. 미국 정책 결정자들은 제조업 부문을 보호하려면 저금리와 달러 가치 하락이 필요하지만, 금융업자와 투기자의 안전을 위해서는 그와 정반대의 상황이 필요한 진퇴양난에 빠졌다.¹¹⁰⁾

이러한 상황에서 1987년 2월, 프랑스에서 열린 G-7회담에서 독일과 일본의 경기 부양에 초점을 둔 ‘루브르 합의(Louvre Accord)’가 이루어진다. 루브르에서 열린 G-7 회합에서 재무부 장관과 중앙은행 총재들은 더 이상의 달러화 평가 절하는 역효과(counterproductive)를 낳을 뿐이라는

109) *Ibid.*, pp.65-86.

110) Brenner, 2002, *op.cit.*, p.120.

데에 인식을 같이 했다. 달러화의 가치가 더 하락한다면 이는 이미 변동성이 커진 시장을 더욱 불안정하게 할 것이라는 데에 인식을 같이 한 것이었다. 따라서 달러화의 가치를 안정시키면서 대외 불균형을 수정하기 위해 긴급하게 재정 정책에서의 협조가 필요하다는 선언을 하게 되었다. 미국의 재무장관 베이커는 “독일과 일본이 세계 수출품을 더 많이 흡수하기 위해 재정 확대 정책을 펴야한다”고 주장했다. 이에 일본, 독일의 주도하에 1987년 2월 루브르 합의를 체결하고, 미국이 GNP대비 재정적자 비율을 1987년의 3.4%에서 1988년에는 2.3%로 축소한다는 구체적인 목표에 합의하였다.¹¹¹⁾

루브르 합의는 환율 조정만으로는 대외불균형을 시정할 수 없다는 판단하에 합의의 기본방향을 경제 체질 변경으로 전환한 것이다. 루브르 합의는 대외 불균형 축소는 단순히 환율 조정에만 의존할 것이 아니라, 각국의 구조조정 노력이 강화되어야 함을 강조한 것으로, 미국의 재정 적자 축소와 함께 일본과 독일의 내수 확대에 관한 수치상의 목표치와 구체적인 정책수단까지 명시한 것이다. 결국 루브르 합의는 미국은 독일과 일본의 국내 경기를 부양하여 미국으로부터의 수입에 대한 수요를 확대하자는 제안이었다.¹¹²⁾ 다음의 <표 3-2>가 루브르 합의에 따른 국가별 정책 과제이다.

111) Group of 6, “Statement of the G6 Finance Ministers and Central Bank Governors (Louvre Accord),” Paris, France, February 22, 1987.

(<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm870222.htm>)

112) Funabashi, *op.cit.*, pp.192-193.

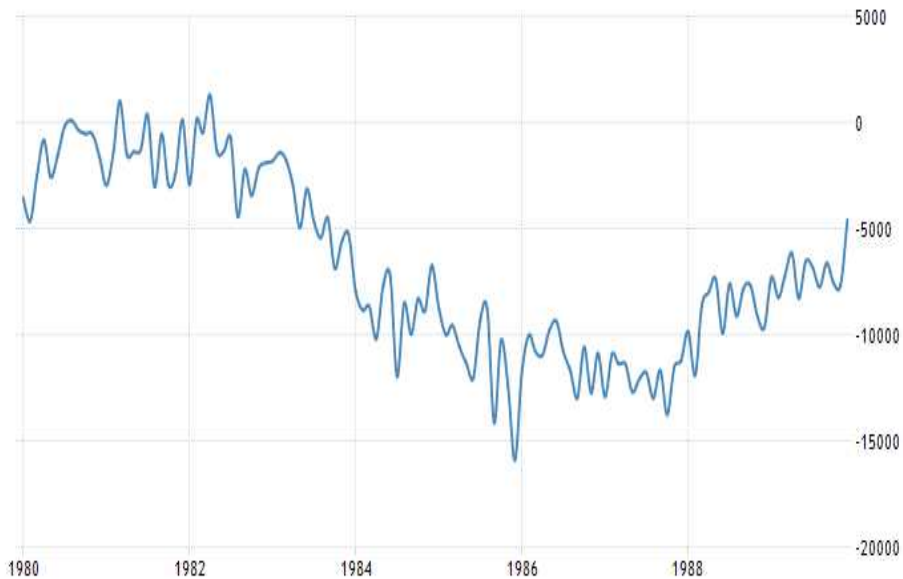
<표 3-2> 루브르 합의에 따른 국가별 정책 과제¹¹³⁾

	정책과제	달성 목표치 및 구체적 정책수단
미국	o 재정적자 축소 및 경쟁력 향상	<ul style="list-style-type: none"> o GNP대비 재정적자 비율을 FY1987의 3.4%에서 FY1988에는 2.3%로 축소 o FY1988중 정부지출의 증가를 1% 이내로 억제 o 경쟁력을 높이고 경제적 효율성을 제고하기 위해 경쟁제한적 규제를 완화
일본	o 내수확대와 무역수지 흑자 축소	<ul style="list-style-type: none"> o 개인소득세 및 법인세의 한계세율 인하 o 내수진작을 위한 종합경제대책을 마련 o 일본은행의 재할인율을 루브르합의 발표직후 0.5%포인트 인하
독일	o 민간부문의 경제활력 제고와 “작은 정부”실현	<ul style="list-style-type: none"> o 소득세와 법인세 경감을 위한 세제개혁 - 1988년중 실시될 예정인 감세 규모 확대 o 지속적 경제성장을 도모하는 방향으로 금융정책을 운용
영국	o 인플레이션 억제 지속 및 생산성 향상	<ul style="list-style-type: none"> o 과거 5년간의 평균 GDP성장률을 견지 o 공공부문 차입을 축소 o 민영화 추진을 통하여 생산성 향상 도모
프랑스	o 재정적자 축소와 노동 및 금융시장의 자유화 추진	<ul style="list-style-type: none"> o 1988년까지 중앙정부 재정적자를 매년 GNP대비 1%씩 축소 - 동 기간중 개인 및 법인에 대한 세금도 GNP대비 1%씩 삭감 o 국영기업의 민영화를 추진하여 1987년중 60~70억달러의 자산을 매각

113) <http://blog.naver.com/ejhent11/40117709549>

루브르합의의 결과 1987년 1,710억 달러로 최고치를 기록했던 미국의 무역 적자는 이후 감소되기 시작하여 1988년 1,400억 달러, 1989년과 1990년은 1,200억 달러대로 축소되었고, 1991년에는 870억 달러로 낮아졌다. 비로소 세계 경제의 불균형 문제가 일정하게 해결되는 듯이 보였다. 통화 권력(currency power)을 바탕으로 조정의 전가가 성공한 것처럼 보였다. 다음 <그림 3-13>이 1980년대 미국의 무역수지 변화 추이이다.

<그림 3-13> 1980년대 미국의 무역수지 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1980년~1990년으로 설정)

그러나 미국의 경상수지가 루브르 합의 이후에 균형에 도달할 수 있게 된 것은 문제의 해결이라기보다는 글로벌 경제가 안고 있는 구조적 문제

의 확인이었던 셈이었다. ‘불가능한 삼위일체(impossible trinity)’¹¹⁴⁾의 문제가 이 과정에서 노정된 것이었다. 즉 환율을 시장에 맡기지 않고 국가들이 개입하면서 특정 수준으로 환율을 의도적으로 유도하는 것은 마치 과거 브레튼우즈 시절 고정환율제와 유사한 것이었다. 따라서 환율을 어떤 특정 수준에 고정-환율의 안정성 확보-시킨다면, 자본의 자유로운 이동을 보장해야 하는 상황 하에서는 국내 경제 정책의 독립성을 양보하고 상호 간에 조율해야 한다는 것이 플라자 합의, 루브르 합의에서 얻을 수 있는 교훈이었다.

플라자 합의, 루브르 합의는 변동환율제의 무체제(nonsystem)에 의해 만들어진 무정부 상태와 경제적 상호의존성에 대한 인식이 점점 커지면서 나타난 것이었다. 즉 체제를 관리하려는 의도를 가지고 경제 정책에 대한 국제적 협력(coordination)이 취해진 것이었다. 이러한 협력은 대안적 체제를 세우려는 기반 형성을 의미했다. 그리고 국가들 사이에서 점점 늘어나는 상호 의존성에 의해 야기된 높아진 경제적 민감성으로 인하여 다음과 같은 것들이 나타났다. 첫째, 플라자 합의에서 동의된 상호 개입에 의해 지배되는 국제 경제 정책의 정치화(politicization)와 협력적 조정 가능성(domesticization)이 생겨났다. 둘째, 플라자 합의와 루브르 합의의 과정에서 지속적으로 진행되었던 베이커-미야자와 협상에서 보이듯이, 거의 모든 새로운 정책을 협상하는 경향이 나타났다. 셋째, 미국의 베이커가 루브르 회합을 취소하겠다고 위협했던 데에서 나타나듯이 ‘벼랑끝 전술 외교(brinkmanship diplomacy)’를 활용하여 정책을 취급하는 경향을 만들었다. 넷째, 미국은 독일이 국내 경기 부양 정책에 대해 충분하게 노력하고 있지 않다는 불만을 품고, 달러 하락을 방치함으로써, 루브르 합의를 무산시키겠다는 협박을 가할 때와 마찬가지로, 불복에 대한 위협을 가함으로써 국제 협정을 악용하려는 유혹이 나타났다. 특히 무역 정책, 통화 정책, 재정 정책 그리고 환율 정책 사이의 연계가 서로에게 끼치는 영향이 더욱 강력해지면서, 다양한 이슈들을 넘나들면서 더 큰 정책 조정이

114) Mundell-Fleming model이라고 불린다. 개방 경제 국가의 외환 정책에 있어 환율의 안정, 국제 자본의 자유로운 이동 그리고 국내 정책의 자율성이라는 세 가지 조건을 동시에 만족시키는 것은 불가능하다는 것이다.

요구되었다.¹¹⁵⁾

(4) 플라자 합의의 여파 : 일본의 자산 거품 붕괴 및 엔고 불황

1) 일본의 통화 팽창과 자산 거품

플라자 합의 이후 엔화의 대 달러 환율 변동은 급격하게 나타났다. 플라자 합의 직전 1달러 당 260엔까지 도달했던 엔-달러 환율은 플라자 합의 이후 약 세 달 만인 1985년 12월에 1달러 당 200¥엔에 도달했다. 그 이후에도 엔화 강세는 내내 지속되어 루브르 합의 직후에 1달러 당 120엔까지 도달했다. 그런데 이러한 급격한 변동은 일본 및 미국 모두의 예측을 벗어난 것이었다. 1달러 당 200엔 범주 내에서 변동할 것으로 추정했던 일본의 예측이나 글로벌 수지 균형을 위해서는 1달러 당 190엔~200엔 수준이 바람직하다고 보았던 미국의 예측 모두를 넘는 변동폭이었다.¹¹⁶⁾ 다음 <그림 3-14>가 1980년대 엔-달러 환율 변동 추이이다.

115) Yoichi Funabashi, *op.cit.*, p.243.

116) Bergsten, C. Fred and Cline, William R. *The United States-Japan Economic Problem*. (Washington, DC: Institute for International Economics. 1985), p.6.

<그림 3-14> 플라자 합의 이후 엔-달러 환율 변동 추이



(출처 : macrotrends.net)

플라자 합의가 이루어지고 나타난 급격한 환율 변동으로 일본의 수출은 막대한 타격을 받게 되었으며, 1986년, 일본 경제는 최악의 위기를 맞이하게 되었다. 그 해에 수출은 실질 가격 기준으로 4.9% 감소했고, 민간기업 경제 성장은 1.2%로 떨어졌으며, 제조업 부문 산출은 실질적으로 감소했고, 경제는 또 다시 대대적인 경기 후퇴로 나아가고 있는 것처럼 보였다. 이와 같은 조류를 역전시키기 위해 1986년 정부는 이자율을 5%에서 3%로, 그리고 1987년에는 전후 가장 낮은 수준인 2.5%까지 대폭 인하시키면서 극단적인 통화 팽창 정책을 시작했다.¹¹⁷⁾

그러나 일본의 통화 팽창 정책은 급격한 엔화 평가 절상 속도 조절에 실패한 반면, ‘유동성 함정(liquidity trap)’과 ‘자산 거품(asset bubble)’

117) Robert Brenner, *Turbulence in the World Economy*, 전용복, 백승은 역, 『혼돈의 기원: 세계 경제 위기의 역사』 (서울: 도서출판 이후, 2001), pp.384-385.

을 불러 일으켰다. 전후 일본 경제는 국내 소비와 수입의 억제를 바탕으로 수출을 통한 성장을 구가했다. 수출 증가로 인한 흑자 확대로 엔화 가치 상승은 불가피한 것이었다. 때문에 일본은 막대한 대미 흑자를 바탕으로 축적된 잉여 달러를 다시 미 재무부 채권 구입 등을 통해 달러화 자산으로 비축하였으며, 이는 달러화를 평가 절상시키고 엔화를 평가 절하시키는 효과를 보였던 것이다. 그러나 플라자 합의로 달러화를 평가절하하고 엔화를 평가절상하게 되면서, 일본의 경제 정책은 새로운 전환점을 맞이하게 되었다.

일본에 있어 엔화 가치가 1886년~1987년, 그리고 1993년~1995년에 주기적으로 '구매력 평가 지수(PPP, Purchasing Power Parity)' 이상으로 급격하게 높아지는 경향이 나타났는데, 이는 투자와 은행에 대한 신용 수요를 급격하게 축소시켰다. 이러한 경향으로 엔화 가치가 장기적으로 더 높아질 것이라는 기대감이 존재했기 때문에 국제 투자자들은 달러화의 평가 절하를 예상하고 엔화 채권 수익률 대비 달러 채권의 더 높은 명목 수익률을 지속적으로 요구했다. 그 결과 1985년 이전에 엔화 자산에 대한 명목 이자율은 미국의 약 9%에 비해 더 낮은 평균 약 4%에 머물렀다. 그렇지만 플라자 합의 이후 미국의 명목 이자율이 7%정도까지 하락하고, 엔화가 급격하게 평가 절상되면서 일본의 이자율이 급격하게 떨어졌다.¹¹⁸⁾

엔화의 평가 절상으로 수출의 가격 경쟁력이 하락하게 되자 일본은 통화 팽창 정책을 통해 유동성 공급을 확대했다. 이렇게 확대된 유동성을 통해 일본은 경기 부양과 자산 가치 증가에 따른 '부의 효과(wealth effect)'로 투자의 활성화를 꾀하고자 한 것이었다. 특히 루브르합의에서 일본의 과제가 바로 경기 부양을 통한 소비 진작이었기 때문에 합리적인 정책 선택으로 보였다. 그러나 문제는 이러한 '부의 효과'가 거품 경제를 만들기 시작했다는 점이었다.

통화 팽창에 따라 풍부해진 유동성은 주식과 부동산을 향하게 되었다.

118) Ronald I. McKinnon and Kenichi Ohno, *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan* (Cambridge: The MIT Press, 1997), p.111.

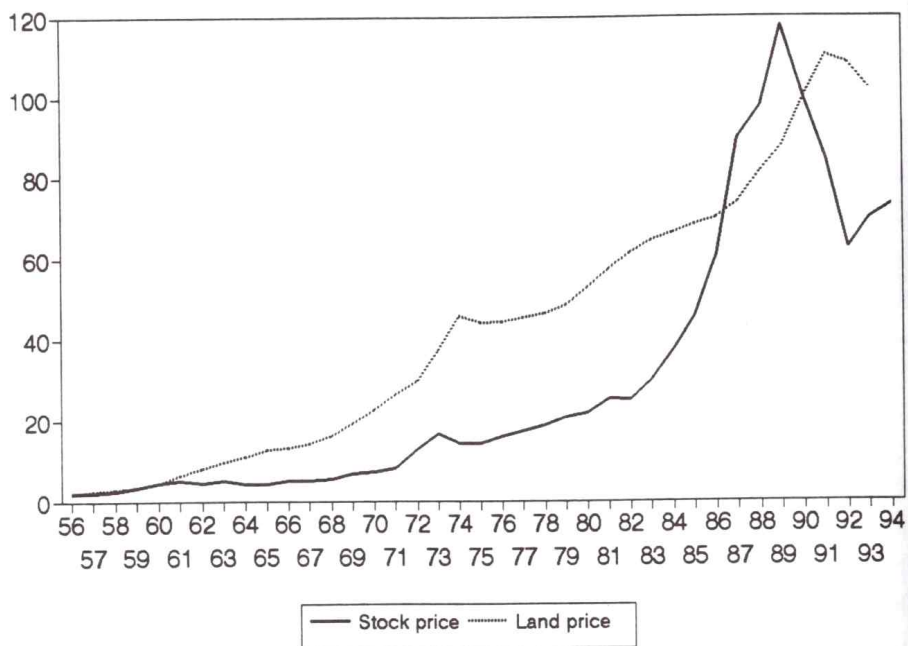
거주용 및 상업용 부동산의 가격이 1986년~1989년에 두 배로 증가하면서 토지가격도 치솟았다. 한편 1989년 말 도쿄 주식거래소의 니케이 지수는 역사상 고점에 도달했다. 이는 그 이전 2년 간 주가 지수의 두 배 수준에 해당하는 것이었다. 부동산 회사들은 막대한 규모로 자금을 차입하여 더 높은 가격에 매각할 목적으로 토지를 구입했다. 소비를 억제하고 저축을 높여 수출을 통해 지탱해주었던 소비자들은 저축률을 줄이고 지출을 늘렸으며, 주택 건설 사업은 호황을 이루었다. 기업들은 대폭 상승한 그들의 주식 및 토지가치를 활용해, 화폐시장에서 값싸게 재원을 마련하고 이를 보다 높은 수익률이 보장되는 은행예금에 맡겨두는 방식의 금융 조작-재테크-에 뛰어들었다. 뿐만 아니라, 간접 금융 방식을 통한 자금 조달에 대한 의존도 역시 감소하는 것처럼 보였다. 이러한 기업들의 자산 가치 증식과 소비 수요의 확대는 1960년대 이후 가장 대규모로 공장 및 설비 투자를 할 수 있게 되었다. 1986년~1991년에 민간기업 부문의 공장, 설비 투자는 연평균 10.5%의 비율로 증가했으며, GDP는 매년 4.8%씩 성장하면서 경제는 호황을 구가하는 듯이 보였다.¹¹⁹⁾

그렇지만 이 호황은 거품 경제가 본격적으로 등장한 것의 또 다른 측면이었다. 그런데 이러한 거품은 다름 아닌 일본 정부가 조장한 측면이 컸다. 근본적으로 일본의 거품은 플라자 합의와 루브르 합의의 결과로 엔화의 평가 절상에 따른 일본 수출경쟁력이 약화되자, 일본 정부가 ‘부의 효과’를 통해 투자 확대와 소비 진작으로 이를 보충하고자 한 셈이었기 때문이다. 그런 의미에서 보자면 일본 정부의 의도는 성공한 셈이었다. 문제는 이러한 ‘부의 효과’가 지속 가능하지 않았다는 데에 있었다. ‘부의 효과’로 인한 거품은 엔화 가치가 지속적으로 평가 절상되던 상황에서 매우 위험한 도박이었다. 일본 엔화 가치의 급격한 평가 절상은 결국 수출 경쟁력을 지속적으로 약화시키면서 결국 1985년-1986년, 그리고 1993년-1995년의 디플레이션 및 경기 하강의 원인이 되었다. 이에 대해 엔화의 평가 절상에 따른 경기 침체라는 의미에서 ‘엔고 불황(endaka fukyo)’이라는 신조어가 만들어졌다.

119) Murphy, *op.cit.*, pp. 210-218.

1986년-1987년에 시작된 일본 주식 시장과 부동산 시장의 자산 거품 역시 엔화의 평가 절상과 연관된 것으로 볼 수 있었다. 저금리는 일본의 통화 정책에 ‘유동성 함정(liquidity trap)’을 만들게 되었으며, 결국 지속 가능하지 않은 거품 경제를 야기함으로써 경기 침체를 벗어나고자 한 것이었다.¹²⁰⁾ 다음 <그림 3-15>가 일본의 토지 가격과 주식 가격의 거품을 보여주는 그림이다.

<그림 3-15> 일본의 자산 가격 변화(1990년=100) : 주식 가격 지수는 연간 평균, 토지 가격 지수는 3월 말 기준.



(출처 : IMF, International Financial Statistics)

120) McKinnon, Ohno, *op.cit.*, p.93.

2) 일본 경제의 자산 거품 붕괴와 엔고 불황

이 시기 일본 산업은 제조업의 효율성 증대, 새로운 기술집약적 분야로의 진출 및 해외 무역과 생산 네트워크 등의 개조 등을 통해 수출부문에서 엔화의 대폭적인 상승으로 증가된 비용을 상쇄하고자 노력했지만 역부족이었다. 결국 엔화 가치의 상승을 상쇄하는 방법은 수출품의 가격을 인하하는 것이었다. 일본의 생산자들은 국제 가격 기준으로 연간 3.4%씩의 가격 상승을 상쇄하기 위해, 수출품의 엔화 가격을 연평균 3.5% 이상 낮춰야만 했다. 그런데 수출업체들은 엔화의 평가 절상으로 야기된 비용 증가 가운데 약 75%만을 가격에 부과할 수 있었다. 따라서 수출 가격이 낮게 책정되면서 자연스럽게 제조업의 수출 수익성은 압박을 받았다. 특히 이 기간에 제조업 산출 가운데 수출이 차지하는 비중이 45%까지 증가했으므로, 1990년까지 일본 제조업 부문 이윤율은 1985년 또는 1978년 수준 이상으로 상승하지 못했다.¹²¹⁾ (이윤율의 하락에 대해서는 앞의 <그림 3-5> 참조)

이러한 상황에서 일본 정부는 거품을 잡기 위해 1989년 이자율을 조금씩 인상시키기 시작했다. 거품 경제 기간 동안 투자 확대에도 불구하고 이윤율이 하락했기 때문에 부채의 누적을 통해 이루어진 호황이라는 이름의 거품이 꺼지기 시작했다. 이는 투자 축소 및 소비자 수요 붕괴로 이어지게 되었고, 경기 후퇴의 근본적 원인이 되었다. 거품 경제 기간 동안 주식 및 부동산을 통해 자산 가치가 늘어났던 ‘부의 효과’는 이제 주식 및 부동산 등의 자산 가치가 급락하는 반대의 ‘부의 효과’가 나타나게 되었고, 이로 인해 투자와 소비가 다시 축소되는 악순환에 돌입하게 되었다. 토지 가격이 붕괴되면서, 토지를 담보로 차입했던 많은 채무들이 청산 불능 상태에 빠지게 되었으며, 부실 채권을 떠안게 된 은행들 역시 부실에 빠지게 되었고, 이로 인한 신규 대출의 축소는 경기 회복을 위한 신규 투자를 어렵게 했다.

문제는 1991년 이후 엔화 가치가 빠른 속도로 재차 상승하기 시작했다

121) Brenner, 2001, *op.cit.*, pp.392-393.

는 점이였다. 1980년대에 일본은 막대한 대미 흑자로 인한 잉여 달러를 바탕으로 미국 자산을 취득하면서 달러화의 가치를 지탱해주었다. 특히 1985년 플라자 합의 이후 엔화와 달러화의 벌어진 환율 격차와 일본의 저금리를 바탕으로 일본의 투자자들은 미국 자산에 대한 차입 매수에 적극적으로 나섰으며, 특히 1987년 검은 월요일의 주식 시장 붕괴 직후에는 미국 주식 시장에 대한 구원 투수로 나섰다. 그러나 1980년대 말, 1990년대 초, 일본 경제의 거품이 붕괴되고 경기 후퇴 국면에 들어서게 되자, 일본의 투자자들은 미 재무부 채권 및 유가증권과 기타 미국 자산에 대한 매입을 축소했을 뿐만 아니라 현금화하여 일본 국내에 들여오게 되었다. 이와 더불어 일본의 국내 수요가 급격하게 위축되면서 일본의 수입량은 현저하게 축소되기 시작했다. 따라서 엔화에 대한 수요가 증가하고, 반대로 달러화에 대한 수요는 축소되었으며, 그 결과 엔화 가치의 평가 절상 속도가 급격하게 나타났으며, 엔화 가치의 급격한 절상으로 일본의 수출 경쟁력은 한층 더 추락하게 된 것이다. 그로 인하여 거품이 꺼지기 시작한 1991년 말부터 1995년 하반기까지 일본 경제는 심각한 경기 후퇴를 경험하게 된다.

1990년대에 들어오면서 경기 후퇴를 경험한 것은 비단 일본만이 아니었다. 일본과 더불어 막대한 대미 무역흑자를 향유하였던 독일 역시 1990년대에 들어오면서 경기 후퇴를 경험하게 되었다. 독일 정부는 ‘건전 재정’에 초점을 두고 1987년까지 긴축통화정책을 실시했다. 예산 적자의 비율을 GDP 대비 1980년 3.1%에서 1985년 1.1%로 줄였으며, 실질 금리는 1970년대 평균 2.5% 수준에서 1979년에서 1984년 사이에는 5.1%로, 1984년에서 1989년 사이 평균 4.1%로 상승했다. 이 결과 1980년에서 1986년 사이에 제조업 산출 증가율은 내내 2%에도 미치지 못했다. 반면에 제조업 노동력은 시간 기준으로 1/10 정도 감소했다. 따라서 제조업체들은 1973년에서 1979년 사이의 기간과 비교해 실질임금 증가율을 절반으로 줄이고 합리화와 감량 경영만을 통해 생산성을 어느 정도 증가시킬 수 있었다. 그리하여 독일의 소비자 물가지수의 연간 증가율은 1981년 6.2%에서 1987년 0.6%로 하락했으며, 1982년에서 1990년 사이의 독

일 제조업의 단위노동비용 연평균 증가율은 1973년에서 1979년 사이의 4.8%에서 절반 이상 감소한 2.1%로 하락했다.¹²²⁾

이렇게 제조업 단위노동비용 증가율의 하락을 바탕으로 독일의 대미 수출은 일본과 마찬가지로 플라자 합의 전까지 상승할 수 있었다. 그러나 ‘건전 재정’의 결과로 수입이 억제되고, 환율 효과에 힘입어 수출이 증가하면서 독일의 마르크화의 가치는 절상 압력이 강하게 나타났다. 이 와중에 플라자 합의에 따라 독일 정부가 외환시장에 개입하게 되면서 마르크화의 가치는 급격하게 상승했다. 따라서 일본 생산자들처럼 독일의 생산자들도 마르크화의 가치 상승을 상쇄하기 위하여 수출 가격 인하를 통해 수출 증가율과 시장 점유율을 유지하고자 했으며, 이는 다시 이윤율 하락으로 귀결되었다.(<그림 3-5> 참조)

그러나 독일 통일은 서독의 제조업체들에게 새로운 기회의 장이 되었다. 동독 지역의 재건을 위해 독일 정부는 동독 지역에 대한 보조금을 지급하였으며, 이에 따라 동독 지역의 강화된 구매력은 서독 상품에 대한 수요를 진작시켰다. 문제는 동독 재건을 위한 보조금은 재정 적자를 통해서 가능했다는 점이었다. 이는 독일 정부의 ‘건전 재정’ 정책과 상충하는 것이었으며, 인플레이션이 나타나게 되었다. 결국 1991년 독일 정부는 동독 지역에 대한 보조금을 중단하고 재정 지출을 삭감했으며, 인플레이션을 진정시키기 위해 고금리 정책으로 선회하게 되었고, 그 결과 독일 역시 불황에 직면하게 되었다.

이렇게 플라자 합의 직후 일본과 독일 모두 단기적인 호황이 나타났지만 1990년대에 들어오면서 인플레이션을 진정시키기 위한 고금리 정책은 마르크화와 엔화의 가치를 더욱 상승시켰으며, 일본과 독일의 제조업 수출 경쟁력은 더욱 가파르게 하락하였고, 이윤율 하락 추세는 더욱 강화되었다. 특히 1990년대 초, 미국의 클린턴 행정부가 ‘균형 재정’ 정책을 펴게 되면서 미국의 수요 억제로 인하여 일본과 독일의 대미 수출이 타격을 입게 되면서 일본과 독일은 불황에 직면하게 되었다.

일본과 독일은 1990년대 초의 불황을 타개하기 위하여 새로운 시도를

122) Brenner, 2002, *op.cit.*, pp.160-161.

하게 된다. 먼저 일본은 아시아 지역으로 생산 기지를 확대해 나갔다. 1990년대 초 아시아 국가들의 통화들은 엔화 및 달러화에 대해 평가절하를 했으며, 따라서 엔화 강세에 힘입어 상대 비용을 더욱 절감할 수 있었기에 아시아 지역으로 생산 기지를 이전하는 것이 가능해졌다. 이러한 생산기지 이전은 1980년대 후반 이후 계속 진행 중에 있었지만, 전반적인 조율과 정보 확산을 통해 국가가 다시 한 번 결정적으로 중요한 역할을 하면서 보다 광범위한 규모로 확장되었다. 이는 노동 분업의 증대를 통해 효율성을 증진시킬 수 있도록 상대적으로 저임금인 아시아 노동과 아시아적 노하우 및 하부 구조를 활용한다는 발상이었다.¹²³⁾

이 과정에서 일본의 해외 직접 투자는 당연히 폭발적으로 증가하게 되었다. 특히 아시아 지역에 대한 일본의 직접 투자는 1991년에서 1995년까지 29억 달러에서 81억 달러로 늘어났다. 이 결과 아시아 지역에서 일본의 무역 역시 증가했다. 일본의 총 수출에서 아시아 지역에 대한 수출 비중이 1990년 31.1%에서 1995년에는 44%로 급증했다.¹²⁴⁾ 그렇지만 엔화의 지속적인 절상으로 여전히 수출 의존도가 높았던 일본 내 제조업은 여전히 불황을 벗어날 수 없었다. 해외 직접투자의 증가에도 불구하고 일본 내 제조업은 만성적인 불황의 늪에 빠져 있었다.

다른 한편 1980년대부터 시작되었던 일본 금융의 자유화와 개방화는 일본의 잉여 달러가 본격적으로 해외로 진출하는 계기가 되었다. 자본 계정에 있어 세계 다른 국가들에 대한 일본의 대출은 주로 달러로 표시되었다. 이는 달러화가 선물 및 선물 외환 시장에서 가장 중요한 거래 통화이기 때문에 거의 배타적으로 미국에 대출하는 것과 같은 효과를 낳는다. 개발도상국에 대한 일본의 대출만이 양허적인 조건에서 엔화 대출이다. 따라서 일본의 대출자들은 대부분의 '경화 대출(hard lending)'에 있어 외환 시장의 리스크에 직접적으로 노출되어 있다. 그러나 '연화 대출(soft lending)'에 있어서도 간접적인 통화 위험(currency risk)에 직면할 수 있다. 1993년 초에서 1995년 초까지 엔화의 급격한 가치 상승은 엔화의

123) Brenner, 2001, *op.cit.*, p.398.

124) OECD, *Economic Survey of Japan 1995~1996*, Brenner, 2001, pp.399-400에서 재인용.

주요한 대부 국가인 중국, 인도네시아 등이 엔화 부채에 대한 경감을 호소하게 하였다.¹²⁵⁾

1981년에서 1990년까지 일본의 장기 자본 유출은 경상 수지 흑자를 능가하는 수준이었다. 결과적인 기초 수지(basic balance)에서의 적자는 단기 자본의 대규모 유입-주로 일본 은행에의 외화(달러화) 예금 수취-을 통해 상쇄되었는데, 이는 1986년에서 1989년 사이 거품 경제 시기 동안 특히 빠르게 축적되었다. 이렇게 일본은 단기 자금을 빌려 (경상 수지 흑자를 넘어서는) 장기 대출을 시행한 것이었는데, 타블라스와 오제키(Tavlas와 Ozeki)는 1990년의 이러한 일본 금융 시스템을 1950년대와 1960년대의 미국이나 1914년 이전의 영국과 같은 방식의 거대한 ‘국제 금융 중개기관(international financial intermediary)’¹²⁶⁾으로 비유했다.

그러나 1991년부터 1994년까지 거품 경제의 부정적인 측면이 야기한 결과에 따라 이러한 모델은 붕괴되었으며, 일본은 국제 금융 중개기관처럼 행동하는 것을 중지하게 되었다. 1991년, 기초 수지에 있어 거대한 흑자를 창출하기 위해 장기 자본이 일본으로 회귀하기 시작했으며, 이는 1995년까지 지속되었다. 그렇지만 단기 자본 유출은 경상 수지 흑자를 용자하는 중요한 메커니즘으로 지속되었다. 1990년대 초, 이러한 단기 자본 유출의 많은 부분은 일본 은행들이 거품 경제 시기에 확보했던 유로-달러 예금을 통해서 나타났다. 결국 금융 중개 기관 역할로부터 이탈한 것이었다. 결론적으로 일본은 대규모 위험에 노출된 해외 자산의 순보유로 막대한 손실을 입었을 뿐만 아니라, 일본의 경상 수지 흑자를 용자하는 메커니즘은 상당히 불안정한 상태를 보였다. 만일 외국인들이 엔화 증권으로 장기 대출을 하고자 하지 않거나, 세계 경제에 있어 통화로서의 유용성 때문에 엔화로 일본 은행에 예금했던 필요성이 줄어들었다면, 국제 금융 중개 기관으로서의 일본 모델은 활성화될 수 없는 것이었다. 엔화는 너무 불규칙적으로 평가 절상되었고, 변동성이 너무 커서 국제 통화로서 매력적이지 않았다.¹²⁷⁾

125) McKinnon, Ohno, *op.cit.*, p.103.

126) Tavlas and Ozeki, *op.cit.*, p.21

127) *Ibid.*, pp.106-107.

독일의 경우 1990년대 초의 불황을 극복하기 위해 긴축 정책을 펴게 되었고, 생산성 성장, 설비가동률 등이 감소했다. 일본이 아시아 지역으로 생산 기지를 이전하면서 경기 침체를 극복하려고 노력한 것과 달리, 독일은 다시금 수출 가격 인하를 통해 수출 경쟁력을 유지하고자 했다. 그럼에도 불구하고 수출은 제자리 걸음을 걸었고, 가격 인하로 인하여 이윤율은 지속적으로 하락하였다. 1995년, 이윤율은 1990년의 50%내지 60%수준에 그쳤다.¹²⁸⁾ 특히 마르크화는 일본의 엔화와 마찬가지로 1990년대에 들어와서도 지속적으로 평가절상 되었으며, 이로 인하여 독일 수출경쟁력은 회복 기미를 보이지 않았다.

이렇듯 세계 경제를 이끌어왔던 선진 자본주의 국가들 중 일본과 독일은 플라자 합의 이후 만성적인 경기 침체에 빠지게 되었다. 일본과 독일의 경기 침체는 미국이 환율 조정을 통해 자국 산업의 수출 경쟁력을 높이고, 일본과 독일이 미국 제품 수입을 확대하게 하여 경상수지 적자 문제를 해결하고자 한 전략에 근본적인 문제를 야기하게 된 것이었다. 앞서 지적했듯이 미국의 경상수지 적자는 1990년대 초 균형 상태에 도달하기도 했지만, 이후 지속적으로 재차 확대되었다. 1990년대에 들어오면서 미국 경제는 회복세를 보이고 있었지만, 이러한 미국의 회복세는 일본의 독일의 불황 등으로 인한 글로벌 수요의 부족으로 온전한 회복을 보였다고 할 수 없었다. 때문에 일시적으로 경상수지의 균형을 이뤄낼 수 있었지만, 근본적으로 글로벌 수요가 확대되지 않았기 때문에 미국의 경상수지 균형이 지속될 수 없었다. 플라자 합의 이후 루브르 합의를 통해 추가적인 달러화의 약세를 저지하고, 일본과 독일의 내수 부양을 통해 미국의 수출을 늘리고자 했던 데에서 일본과 독일을 포함하여 글로벌 경제의 새로운 전환이 미국에게도 필요하게 되었다.

128) OECD, *Economic Survey of Germany 1995~1996*, p.15, Robert Brenner, 1998, p.414.에서 재인용.

IV. 미국 경제의 금융화와 역플라자 합의

미국은 달러화의 가치를 평가 절하하는 플라자 합의를 통해 경상수지 적자를 축소하고, 이 과정에서 자국 경제의 조정 부담을 주요 무역 상대국들, 특히 대미 흑자국들에게 전가하고자 했다. 그러나 플라자 합의에도 불구하고 미국의 경상수지 적자는 감축되지 않았고, 달러화의 가치만 평가 절하되자 루브르 합의를 통해 일본과 독일의 내수 확대를 위한 경기 부양 정책을 강요했던 과정을 3장에서 살펴보았다.

그런데 1980년대를 경과하면서 미국의 경제는 구조적 변화를 겪었다. 산업 우위의 경제 구조가 금융 우위의 경제 구조로 전환하고 있었다. 경상수지 적자의 조정 비용 부담을 전가하는 플라자 합의와 뒤 이은 루브르 합의 이후 1990년 균형을 이루었던 경상수지가 다시 적자로 선회하여 1990년대에 들어와 급격하게 확대되자 1995년, 당시 기준으로 역대 최대치에 근접했던 때에 달러화를 평가 절상하는 역플라자 합의에는 미국 경제의 구조적 전환이라는 배경 하에서 가능했던 것이다.

이러한 구조적 변화의 출발점은 금융 자유화였다. 브레튼 우즈 체제가 붕괴되면서 자본의 자유로운 이동이 가능해지자, 브레튼 우즈 시기의 금융 억압에 대해 탈규제의 요구가 나타난 것은 자연스러운 일이었다. 1970년대 말, 볼커 전환을 거친 이후 1980년대에 들어와 본격적으로 금융에 대한 탈규제 과정이 시작되었다. 이 과정에서 산업 우위의 경제 구조가 금융 우위의 경제 구조로 전환하는 구조적 변화가 나타나기 시작했다. 이제 1970년대부터 시작되어 1980년대에 본격화되고, 1990년대에 금융주도 성장레짐으로까지 발전하는 금융 자유화 과정에 대해 살펴보도록 하겠다.

(1) 미국 경제의 금융화 : 미국 경제의 구조적 변화

1) 미국의 금융 자유화와 금융 세계화

레이건의 집권 시기였던 1980년대는 기존 산업 자본 중심의 경제에서 금융 자본 중심의 경제로 이행하는 과도기라는 의미를 부여할 수 있는 시기였다. 이러한 이행은 포스트 브레튼우즈 시기의 국제금융통화체제에서 여전히 달러 패권을 유지해야 하는 미국의 국가적 이해관계와, 날로 성장하고 있던 금융자본의 이해가 일치하는 것이었다. 브레튼 우즈 체제 붕괴 이후 자본의 국제적 이동이 자유롭게 된 국제금융통화체제에서, 급격하게 확대된 국제 금융 거래의 거래 통화(vehicle currency)가 달러화였기 때문에, 달러화에 대한 글로벌 수요 역시 급속하게 확대될 수 있었다. 이러한 달러화에 대한 수요 급증은 1970년대 내내 흔들리던 달러화의 위상을 뒷받침해줄 수 있었다.

1980년대에 미국은 플라자 합의와 루브르 합의를 통해 달러화 환율에 개입함으로써, 자국 경제의 조정 비용을 전 세계로 전가할 수 있었다. 그리고 1980년대 초반의 제3세계 부채위기를 통해서 포스트 브레튼우즈 체제의 메커니즘이 국제적인 금융 위기가 발생하면 국제 자본의 흐름은 안전 자산을 향하게 되어 결국 미국으로 회귀하는 달러 환류 메커니즘이라는 것도 분명해졌다. 이러한 메커니즘은 달러화의 국제적 위상을 더욱 공고하게 해 주었으며, 미국 경제가 금융화의 길로 나아갈 수 있게 한 동인이 되었다. 즉 달러 패권의 유지와 미국 경제의 금융화는 상보적 관계였던 것이다.

달러 가치가 금 1oz에 35\$로 유지되어야 하는 브레튼 우즈 체제의 붕괴는 달러 가치를 안정적으로 유지해야 하는 미국의 의무가 사라진 것을 의미했다. 닉슨이 금태환 정지 선언을 한 이후 미국의 관심사가 포스트 브레튼 우즈 체제에서도 국내 경제 정책의 자율성을 유지하면서 동시에 달러 패권을 여전히 유지할 수 있는가 하는 점에 쏠렸던 것은 지극히 자연스러운 일이었다. 브레튼 우즈 체제의 붕괴는 브레튼 우즈 체제가 고수

했던 원칙 역시 해체되었음을 의미하는 것이었다. 고정환율제는 변동환율제로 대체되었으며, 자본의 국제적 이동에 대한 통제가 완화되어 자본의 국제적 이동이 훨씬 용이한 체제가 되었다. 그런데 브레튼 우즈 체제 수립 과정에 있어 1930년대 대공황의 경험으로부터 세계 경제의 안정적 발전을 위해서는 모두가 공멸할 수도 있는 ‘근린 궁핍화 정책(beggars thy neighbor)’ 정책을 회피하는 것이 중요하다는 공통된 인식이 전제되어 있었다. 즉 1930년대에 보호 무역을 추구하면서 자국 통화에 대한 경쟁적 평가 절하를 했던 ‘통화 전쟁(currency war)’을 회피하려면 환율 안정이 필요하다는 공통된 인식 하에 브레튼우즈 체제가 고정 환율제를 채택했던 것은 당연한 일이었다. 이와 동시에 자국 경제 정책의 자율성 확보가 중요하다는 것 역시 공통된 인식이었다.¹²⁹⁾

그렇다면 ‘불가능한 삼위일체(impossible trinity)’라는 관점에서, 국가의 정책적 자율성을 지키려면 환율 안정이나 자본의 자유로운 이동 중 하나는 포기해야 하는 것이었다. 따라서 브레튼우즈 체제가 고정환율제를 채택하면서 자본 이동에 대한 통제를 가한 것은 대공황의 경험에 비추어 볼 때 당연한 선택이었다. 그러나 브레튼우즈 체제가 붕괴하고 변동환율제로 전환된 상황에서 국가의 자율성을 여전히 유지하기 위해서는 ‘불가능한 삼위일체’의 관점에서 보자면 자본의 이동이 자유롭게 이루어져야 했었다.

아울러 국제금융통화체제가 고정환율제에서 변동환율제로 변화하게 되면서, 변동환율제가 고정환율제에 비해 훨씬 용이하게 각국의 대외수지 조정이 가능할 것이라는 생각이 일반화되었다. 마치 금본위제에서의 ‘가격-정화 흐름(price-specie flow)’ 이론에서 금의 유출입을 통해 각국의 대외 수지 문제가 조정될 수 있다고 한 것처럼, 변동 환율제에서는 각국의 국제수지 변동에 따른 환율의 변동이 금의 유출입과 같은 역할을 하여, 국제수지 불균형이 조정될 수 있을 것이라는 믿음이 일반화되었던 것

129) 브레튼우즈 체제 성립 과정에서의 논쟁 이슈들과 이후 포스트 브레튼우즈 체제에서 개혁되어야 할 과제들에 대해서는 James M. Boughton and K. Sarvar Lateef eds., *Fifty Years after Bretton Woods: the Future of the IMF and the World Bank* (Washington D.C.: IMF and WB, 1995). 참조.

이다. 그러나 변동환율제에서 환율은 움직임은 예측이 용이하지 않았으며, 또한 각국 경제의 ‘기초 상태(fundamental)’와 무관한 움직임을 보였다. 이는 투기적 자본의 흐름이 주요한 원인이었다. 투기적 자본의 흐름은 때로는 변덕스럽고, 때로는 비합리적인 판단에 의해 움직였다. 이러한 자본의 흐름으로 인하여 변동환율제는 대외적 시장 압력으로부터 국내 경제를 보호하기는 보다는 오히려 국내 경제를 새로운 국제적 제약에 종속시켰으며, 투기적 활동을 증가시켰다.¹³⁰⁾

국제적인 자본의 흐름은 때로는 환율의 차익에 의해서, 때로는 국가 간 이자율 차이에 의해서, 때로는 지정학적 리스크에 의해서, 다양한 이유로 급격하게 방향을 바꾸었으며, 급격한 방향 전환은 국제적인 금융위기를 만들어 냈다. 이러한 자본의 흐름은 한 국가의 경제정책에 대한 신뢰가 상실되는 상황이 발생하면 해당 국가 통화의 과도한 평가절하를 야기했다. 심지어 이러한 평가절하를 노리는 투기적 공격까지 나타나게 되었다.

금태환 정지 선언 이후 지속적인 달러화의 평가 절하는 달러화로부터의 국제적 이탈을 초래할 수도 있으며, 이는 바로 달러 위기로 이어질 수 있었다. 그런데 이렇게 지속적인 달러화의 평가 절하가 일어났을 때, 미국의 무역 상대국들, 예를 들면 일본이나 독일은 달러화에서 이탈하여 엔화나 마르크화에 몰리는 수요를 흡수했다. 그렇게 하지 않을 경우에는 엔화와 마르크화의 평가 절상으로 이어지게 되어 대미 수출을 통해 경제를 지속적으로 성장시켜온 일본이나 독일의 수출 경쟁력이 하락할 수밖에 없게 될 것이기 때문이었다. 금태환 정지 선언 이후 브레튼우즈 체제가 붕괴하던 1970년대 초반과 중반의 이러한 진행 과정을 통해, 미국은 개방적인 국제금융통화 체제에서도 국내 통화정책 자율성이 유지될 수 있음을 확인할 수 있었다. 이는 결국 개방적인 국제금융통화 체제에서도 달러화의 권력 메커니즘이 작동될 수 있음을 확인한 것이었다. 따라서 미국은 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 자유로운 자본 이동, 즉 자본시장의 자유화에 이해관계를 갖게 된 것이었으며, 1974년 자본 통제 폐지 결정을 하게 된다.¹³¹⁾

130) Helleiner, *op.cit.*, pp.123-124.

131) 김기수, *op.cit.*, p.578.

이러한 자본 통제 폐지 결정에는 당시 강세 통화국이었던 독일과 일본의 자본시장이 폐쇄적이었고 낙후됐다는 사실에 비추어 볼 때, 개방적이며 발전된 미국 자본시장이 외국의 돈을 끌어들이는 데 다른 국가들보다는 훨씬 유리한 입장에 있음이 확인되었기 때문이었다. 역외시장의 경쟁에서도 당연히 교훈이 있었다. 유로 달러 시장이 미국에게 매우 유리했음이 확인되었고, 역외 시장 경쟁에서도 미국이 절대적으로 우위에 설 수 있음이 분명하게 확인되었다.¹³²⁾

사실 볼커 전환은 미국 정치에서 결정적인 전환점이었다. 1960년대와 1970년대 초에 미국은 자신들의 ‘구조적 권력(structural power)’으로 인하여 새롭게 출현한 개방적 국제 금융 질서가 자신의 정책 자율성을 보존하는 데 대단히 도움이 된다는 것을 확인할 수 있었다. 그러나 1978년, 1979년 달러 위기 당시 다른 나라 정부들과 민간 투자자들은 별안간 미국의 경제 정책에 대외적 규율을 부과하려 했다. 이런 새로운 대외적 구속에 직면해, 미국은 정책 자율성과 금융 개방 가운데 하나를 택할 수밖에 없었다. 국제 금융의 압력이 부과하는 규율을 따르기로 한 결정은 후자의 선택을 반영한 것이었다. 실제로 워싱턴 정책 입안자들은 1978년 말의 짧은 논의 이후로 자본 통제를 사용하는 선택지를 거의 고려하지 않았다.¹³³⁾ 이러한 상황 전개의 출발점이었던 볼커전환에 대해 Strange는 전 세계에 메아리로 울려 퍼진 ‘통화적 총성(monetary shot)’이었고, 이를 계기로 달러와 미국 금융 시장에 대한 신뢰가 회복되었으며, 세계 금융 체제에서 미국의 중심성을 각인시켜 주었다고 했다.¹³⁴⁾

1980년대의 상반기 동안 달러화 가치의 급상승에 기반하여, 독일과 일본의 경제는 1970년대와 마찬가지로 수출 주도적 성장을 지속할 수 있었다. 이와는 대조적으로 볼커의 극단적 통화긴축과 고달러 정책으로 인해 위기에 몰린 미국 경제는 같은 기간 동안 자기 변신을 위한 주요 과정들을 시작했다. 고비용, 저이윤의 공장과 설비 및 노동을 일소(다운사이징)

132) Helleiner, *op.cit.*, p.113.

133) *Ibid.*, pp.133-134.

134) Susan Strange, “Finance, information, and power,” *Review of International Studies* (1990), 16, p.268.

하여 군살을 뺀 제조업 부문은 생산성을 급격히 끌어올리면서 장기에 걸쳐 수익성을 회복해 나갔다. 이 기간 동안 역사상 유례없는 임금 성장 억제를 달성함으로써 미국 자본은 수익성 향상을 향한, 저생산성 서비스 분야로의 대규모 전환을 수행할 수 있었다. 경쟁자인 독일과 일본은 이를 쉽사리 모방할 수 없었다. 아마도 이 가운데 가장 장관이라고 할 수 있는 것은, 미국의 금융 부문이 국가 정책의 전폭적인 뒷받침에 힘입어 국내외적으로 동시에 가속적으로 팽창했다는 점이다.¹³⁵⁾ 낮은 제조업 이윤율로 인하여 새로운 설비에 대한 장기 투자에 자금의 유입이 끊기면서, 사치재 소비는 말할 것도 없고 금융 및 투기 부문으로 자금이 몰려 들었는데, 여기에는 일반적으로 부자들, 그 가운데서도 금융가들에게 특히 호의적인 국가 정책의 공공연한 정책이 크게 기여했던 것이다.¹³⁶⁾

이러한 금융 부문의 팽창은 국제 민간 자본의 미국에로의 유입을 위한 제도 형성으로부터 시작되었다. 앞서 살펴본 것처럼 인플레이션에 대항하기 위해 통화 긴축을 시도한 것이 볼커 전환이었지만, 당시 미국의 은행이나 기업들은 유로-달러 시장을 통해 미국에로 자본을 유입하는 것이 가능했다. 이는 당연히 긴축 정책의 효과를 상쇄시키는 것이었기에 연준은 이에 대한 대응책을 강구하게 된다. 연준은 유로 달러 시장에서 활동하고 있는 은행들에 대한 강제적 지불준비금 축적을 각국의 중앙은행들에 제안했다. 그러나 유로 달러의 핵심 이해 당사국인 영국과 스위스가 반발하고, 독일 역시 국내법상 실행이 불가능하다고 입장을 표명하면서 1980년 4월 바젤에서 열린 ‘국제결제은행(BIS, Bank for International Settlement)’ 회의에서 이 제안은 거부되었다.¹³⁷⁾

이렇게 되자 1981년 12월, 미국은 자국 금융기관의 대외 경쟁력을 강화하여 유로 달러 시장과 기타 역외 금융 시장에 대항하기 위해 미국 내 비거주자를 상대로 하는 ‘역외 금융 시장(IBF, International Banking Facilities)’을 개설하고, 이 역외 시장에서 국제 은행 업무, 역외 금융 업무를 담당하기 시작했다. IBF에는 조세와 외환에 대한 특전이 부여되어

135) Brenner, 2001, p. 290.

136) *Ibid.*, p.335.

137) Helleiner, *op. cit.*, p.137.

국내의 금융기관에 비거주자간의 금융거래를 인정했다. 특히 대출에 있어 기간과 금액에 대한 제한은 없었으나, 대출 목적은 미국 외 영업활동에 사용되는 자금으로 한정했다. 이러한 역외 시장의 개설은 미국이 행한 자본 자유화 조치의 출발점이 되었다.¹³⁸⁾

역외 시장의 개설과 더불어 레이건 행정부는 대부자와 투기자들의 욕구에 직접적으로 부응하는 일련의 조치를 취하였다. 먼저 역외 시장인 IBF를 미국에 개설하기 1년 전인 1980년, ‘화폐통제법(MCA, Monetary Control Act)’을 입법했으며, ‘예금기관탈규제위원회(DIDC, Depository Institution Deregulation Committee)’를 구성하여 제반 금융에 대한 탈규제 정책을 수립하기 시작했다. 그리고 1981년 법인세율의 대폭적인 인하와, 1982년 연준의 부분적 금리 인하로 인해 주가와 주식 투자자의 수익이 상승하게 되었으며, 정부의 대규모 군비 지출 정책은 수요 급증을 유발했다. 이 시기 정책의 결정적 출발점이었던 강력한 금융 긴축은 인플레이션을 분쇄하여 대출 수익률의 안정성을 회복시키기 위한 것이었다. 이를 통해 시중 은행들은 거의 직접적으로 수혜를 입어 이윤이 늘어났으며, 결국 이 정책은 충분히 목적을 달성했다. 그리고 1986년에는 ‘요구불 예금(demand deposits)’에 대해 이자를 지급할 수 없으며, ‘저축성 예금(time and savings deposits)’에 대해서는 연준이 이자 상한선을 정할 수 있도록 한, 은행법 부속 연방준비법 19조에 명시되어 있는 레귤레이션 Q를 폐지했다.¹³⁹⁾ 이는 시장이 예금 이자율을 결정하게 하여 금융 기관이 자신의 이익을 극대화할 수 있도록 해주는 조치였으며, 다른 한편으로는 예금 이자율에 대한 규제를 철폐하여 국제 민간 자본이 미국으로 유입될 수 있도록 한 것이었다.

그리고 감세로 인하여 축소된 연방세 세입과, 방위비 증가 등으로 인하여 확대된 연방 지출로 인하여, 기록적인 수준의 연방 재정 적자가 발생

138) IBF의 역할과 기능에 대해서는 K. Alec Chrystal, "International Banking Facilities," *Federal Reserve Bank of St. Louis Monthly Review*, (April, 1984). 참조.

139) R. Alton Gilbert, "Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 68(2), February, 1986, p.22.

하면서 자금 조달이 필요해졌다, 이 상황에서 실질 금리가 역사적 고점에 도달하고 달러 가치가 급격히 상승함에 따라, 미국과 해외의 금융기관들은 미국 재무부 채권을 매입하고, 미국 금융시장에 막대한 자금을 투입했으며, 결국 거액의 이윤을 챙길 수 있었다.¹⁴⁰⁾

이러한 상황이 지속되면서 1985년 1월 연두교서에서 레이건은 기쁨을 표시하고, 미국을 ‘세계의 투자 수도(investment capital of the world)’로 건설하자고 호소했다.¹⁴¹⁾ 미국이 새로운 개방적 국제 금융 질서에서 차지하는 지배적 지위로 얻은 이익 때문에 1980년대 워싱턴의 관료들은 금융 개방을 열정적으로 지지하게 되었다.

특히 재무부가 국내외적으로 금융 자유화의 강력한 옹호자가 되었다. 재무부는 해외 투자자들에게 미국의 금융 자산이 보다 매력적으로 보이게 만들기 위하여 1984년, 미국 국채와 회사채의 외국인 보유자들에게 부과되고 있던 30% 이자세의 철폐 문제에 대해 의회를 설득했다. 1984년, 재무부 채권에 대한 외국인 순구매가 1983년의 130억\$에서 310억\$로 증가했으며, 회사채 순구매는 6억\$에서 160억\$로 증가했다.¹⁴²⁾ 1984년 미 재무부는 처음으로 유로 달러 시장을 겨냥한 재무부 채권을 발행, 유로 달러 시장을 더욱 활용하는 방안을 모색하게 된다. 나아가 1985년에는 채권 시장의 활성화를 위해 외국인들이 재무부 채권을 익명으로 매매할 수 있도록 허락하는 조치를 취했다. 이는 특히 라틴 아메리카 투자자들에게 자본도피를 할 수 있는 매력적인 기회가 되었다.¹⁴³⁾

이러한 미국의 움직임에 대응하여 영국은 1979년 10월, 40년 간 유지되어 왔던 외환 통제를 철폐했으며, 1986년 10월에는 런던 증권거래소를 외국 증권회사들에게 개방했다. 그리고 동시에 증권거래소의 고정 수수료도 철폐했다. 흔히 빅뱅(Big Bang)이라 불리는 영국의 이러한 자유화 조치는 세계 금융 사업이 은행 업무에서 증권 업무로 이동하던 시기에 국제

140) Henning, *op.cit.*, p.271-274..

141) Ronald Reagan, “Address Before a Joint Session of the Congress on the State of the Union,” (<https://www.reaganlibrary.archives.gov/archives/speeches/1985/20685e.htm>)

142) Desteler and Henning, *op.cit.*, p.29.

143) Helleiner, *op.cit.*, p.149.

금융 중심지인 영국의 위상을 유지하려는 목적이었다. 영국의 이러한 변화는 이미 1974년 미국의 자본 통제 철폐 이후 영국 투자자들조차 자신들의 거래 활동을 미국 뉴욕으로 이전한 데에서 보이듯이, 미국의 탈규제로 인한 금융 활동의 이동성이 활발하게 나타난 것에 대한 대응이었다. 이는 결국 탈규제를 통해 자본을 유치하려는 경쟁이 향후 활발해질 것을 보여주는 것이었다.¹⁴⁴⁾

영국과 더불어 중요한 변화를 보인 또 다른 국가는 일본이었다. 일본은 그간의 대미 무역 흑자를 통해 이미 막대한 달러화를 보유하고 있었다. 1970년대 일본의 금융 기관들은 정부 적자를 뒷받침 해주는 정부의 채권자로 성장하였는데, 따라서 자본 자유화를 요구하는 일본 금융 기관들의 압력은 더욱 커지게 되었다. 결국 1930년대 이후 일관되게 유지되어 온 일본 금융 체제의 특징이었던 ‘은행 신용 통제 패러다임(bank credit-control paradigm)’이 영미 체제의 특징과 유사한 ‘시장 결정 공개 자본 시장 패러다임(market-determining open money market paradigm)’으로 대체되었다.¹⁴⁵⁾ 그리고 대미 수출의 흑자로 축적된 달러화는 볼커 전환 이후 1980년대 초반 고금리를 쫓아 미국으로 향하게 되었다. 특히 1985년 플라자 합의 이후 일본은 엔화의 평가 절상에 따른 투기 자본의 유입을 막기 위해, 1987년 2월 이후 27개월 간 금리를 당시 세계 최저 수준인 2.5%로 유지했다. 그런데 이 저금리는 투기 자본의 유입을 막을 수는 있었지만, 금융 대출을 크게 확장했다. 저금리로 대출된 평가 절상된 엔화가 고금리의 평가 절하된 미국의 달러화를 향한 것은 지극히 당연한 일이었다. 미국을 향한 일본 자본들은 미국 자산 매입에 적극적으로 나서게 된다. 당시 일본이 미국에서 매입한 부동산 총액은 5,589억 1,600만 엔으로, 이는 전 세계 부동산 투자 총액의 64.8%에 달하는 엄청난 액수였다. 1985년부터 1990년까지 일본 기업은 총 21건에 500억\$ 이상의 해외 M&A를 진행했는데, 그중 18%가 미국 기업이었다.¹⁴⁶⁾ 결국 일본의 자본 자유화는 볼커 전환과 플라자 합의를 거치면서

144) *Ibid.*, pp.149-152.

145) *Ibid.*, p.156.

146) CCTV 경제 30분팀, 류방송 역, 『화폐전쟁: 진실과 미래』 (서울: 랜덤하우스, 2011),

일본 자본의 대대적인 미국 자산 매입으로 귀결된 것이었다.

브레튼우즈 체제 붕괴 이후 미국을 필두로 하여 영국, 일본을 위시한 선진 자본주의 국가들은 경쟁적으로 자본 자유화에 나서고, 축적된 자본은 국경을 넘어 대규모로 이동하는 금융 세계화의 시대로 나아가게 되었다. 즉 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 자본 자유화, 금융 세계화에 입각하여 국제금융통화체제가 새롭게 형성된 것이었다.¹⁴⁷⁾

1970년대까지는 미국의 재정 수지 적자나 경상 수지 적자를 메우기 위해서 주로 다른 국가들의 중앙은행이 보유한 외환, 즉 준비 자산(reserve asset)이 미국으로 환류되었다. 그러나 1980년대에 들어와서는 새롭게 형성되어 가던 국제금융통화체제에서의 자본 자유화를 통하여 민간 자본이 미국으로 환류되는 변화된 메커니즘이 정착되었던 것이다. 특히 새롭게 형성된 국제금융통화 체제에 있어 국제적인 금융 거래는 급속하게 증가하였는데, 이러한 국제 금융 거래의 절대적 비중이 달러화로 결제되었기에 달러화에 대한 글로벌 수요는 지속적으로 창출될 수 있었다. 따라서 1980년대부터 본격적으로 나타난 미국의 지속적인 경상수지 적자에도 불구하고 트리핀 딜레마에서 예견한 달러화에 대한 신뢰 저하로 인한 달러화로부터의 탈출은 나타나지 않았으며, 달러화는 국제 기축통화의 지위를, 다시 말해 달러 패권을 유지할 수 있었다. 자본 자유화에 입각하여 금-환 본위제(gold-dollar standard)의 브레튼우즈 체제에서 달러 본위제(dollar standard)의 포스트 브레튼 우즈 체제라는 ‘달러 트랩(dollar trap)’¹⁴⁸⁾이 형성된 것이다. 이 과정을 미국이 주도했던 것은 이제까지 설명한 바와 같다. 1980년대 미국의 경상 수지 적자에 대한 대외 융자(financing)를 나타낸 표가 다음의 <표 4-1>이다.

pp.187-189.

147) Ivanova는 새롭게 형성된 포스트 브레튼우즈 체제가 이렇게 금융에 입각하여 진화한 것은 패권국(center country) 경제가 그런 방향으로 발전했기 때문이라고 한다. Maria N. Ivanova, "Hegemony and Seigniorage: The Planned Spontaneity of the US Current Account Deficit," *International Journal of Political Economy*, 2010, Vol.39(1), p.22.

148) ‘달러 트랩’이라는 개념에 대해서는 Prasad, *op.cit.*, 참조.

<표 4-1> 미국 경상 수지 적자에 대한 대외 융자, 1980년-1989년
(\$ billion)¹⁴⁹⁾

Year	Net direct investment	Net portfolio investment	Net official finance	Current account deficit
1980	-2.3	-8.6	9.1	-1.8
1981	15.6	-23.7	1.2	-6.9
1982	16.2	-5.5	-2.0	8.6
1983	11.6	30.7	4.0	46.3
1984	22.6	85.3	-0.7	107.1
1985	1.0	120.0	-5.8	115.2
1986	6.3	98.8	33.8	138.8
1987	2.7	92.9	56.9	152.5
1988	40.9	57.6	36.2	134.7
1989E	41.0	99.0	-27.0	113.0

Note: Net errors and omissions and 'other' short- and long-term capital have been included in portfolio investment.

Source: IMF, *International Financial Statistics*.

그런데 이 시기 볼커 전환이 야기한 고금리로 인하여 나타난 제3세계 부채위기는 자본 자유화를 통해 자유롭게 국경을 넘어 이동하게 된 자본의 흐름이 급격하게 방향을 바꿀 때 어떤 악영향을 만들어내는지 극명하게 보여주는 것이었다. 이러한 문제는 1990년대 말 아시아 금융위기에서도 재현되었다. 자본의 이동이 자유로워진 금융 세계화의 시대에 자본 이동의 방향성과 그 속도는 국제금융통화체제의 안정성에 있어 핵심적인 문제가 되었다. 그런데 제3세계 부채 위기에서 국제 자본은 안전 자산을 찾아 미국으로 회귀하게 되었다. 즉 국제적인 금융 위기가 나타날 때, 국제 자본은 결국 기축통화 발행국인 미국으로 회귀하는 것이 포스트 브레튼우즈 시기 국제금융통화체제의 자본 흐름의 메커니즘으로 정착된 것이며, 이는 미국 금융화의 진전에 중요한 환경이 되었다. 제3세계 부채 위기를

149) Andrew Walter, *op.cit.*, p.203 에서 재인용.

통해 국제금융통화체제의 패권국 미국의 정책적 전환이 국제 금융에 심대한 영향을 끼칠 수 있다는 점이 확인되었으며, 따라서 국제금융통화 체제의 관리 차원에서 미국의 정책 전환이 핵심적인 문제라는 것 역시 확인되었다.

제3세계 부채 위기가 국제금융통화 체제에 더욱 중요한 의미를 갖는 것은 첫째, 그 수습 과정에서 IMF가 본격적으로 채무 국가에게 구조조정을 강요하는 중요한 행위자로 등장했다는 점이다. 즉 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 IMF는 ‘채무 경찰’이라는 새로운 역할을 부여받게 된 것이었다. 둘째, ‘금융 혁명(financial revolution)’의 핵심적 형태인 ‘부채의 증권화(securitization of debt)’가 국가 채무의 해결 방식으로 등장한 점이었다.

2) ‘저축대부조합 위기’와 1987년 ‘검은 월요일’의 주식 시장 붕괴

앞서 설명한 것처럼 볼커 전환은 제3세계 부채위기라는 국제적인 금융 위기를 야기했으며, 그 과정에서 국제적인 금융 위기가 발생하면 미국에 자본 유입이 강화되는 포스트 브레튼우즈 시기의 국제금융통화체제의 메커니즘이 확인되었다. 결국 볼커 전환은 달러화의 국제금융통화체제에서의 구조적 권력을 더욱 강화시켜 준 셈이었다. 그런데 볼커 전환은 국내적으로도 미국의 금융화 과정에서 금융 위기를 야기했다. 바로 ‘저축대부조합(savings and loan association)’ 위기와 1987년 ‘검은 월요일’의 주식 시장 붕괴가 그것이었다.

‘저축대부조합’은 예금자들이 상호 소유한 협동조합으로서 정부 규제를 통해 보호와 제약을 동시에 받았다. 그런데 볼커 전환으로 금리가 급격하게 인상되자, 저금리로 단기 자금을 조달하여 장기 주택 담보 대출에 자금을 운용하던 저축대부조합들은 수익성이 크게 악화되었다. 1980년, 1981년 파산한 저축 대부 조합이 107개로 급증하게 되었고, 순손실도 1981년 46억 달러, 1982년 41억 달러를 기록하게 되었다.¹⁵⁰⁾

150) 신종협, 최영선, 최원, “과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 위기 전망,” 『보험연구원 조사보고서 2010-1』, p.30.

수익성이 악화되고 있던 그 시기에 1980년, ‘예금기관탈규제및통화관리법(Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act)’, 1982년, ‘예금금융기관법(Garn-St. Germain Depository Institutions)’, 1983, ‘레귤레이션 Q’ 철폐 등을 통해 금융 규제가 완화되었다. 레귤레이션 Q의 폐지로 이자 상한선이 없어지면서 자금 모집이 수월해졌고, 미국 정부는 계좌 당 10만\$의 예금 보험을 통해 예금자들을 파산의 위험에서 보호해 주게 되자 저축 대부 조합은 기존의 장기 모기지 사업뿐만 아니라 여타 금융 기관들처럼 상업용 부동산, 정크 본드 투자 등 위험 자산 투자를 확대했다. 뿐만 아니라 불법적 거래-예를 들면 마약 거래 자금의 세탁, 마피아와 같은 범죄 조직의 자금 세탁-에까지 영역을 확대하였다. 결국 부동산 가격과 주가 하락, 그리고 불법 거래에 대한 처벌 등으로 저축 대부 조합 체제 자체가 무너지게 되었고, 747군데의 저축 대부 조합이 문을 닫게 되었고, 공적자금 1,250억 달러가 투입되었으며, 결국 저축 대부 조합 위기가 낳은 손실은 1,600억 달러가 넘었다.¹⁵¹⁾ 다음 <표 4-2>가 1980년대 저축대부조합 주요 경영지표 및 추이이다.

151) Engdahl, 2015, *op.cit.*, p.440-443.

<표 4-2> 저축대부조합 주요 경영지표 및 추이¹⁵²⁾

연도	조합수	순이익	부실 조합수 ¹⁾	파산 조합수	부실 조합자산	파산 조합자산
1980	3,993	0.8	43	11	0.4	0.1
1981	3,751	-4.6	112	34	28.5	19.5
1982	3,287	-4.1	415	73	220.0	22.2
1983	3,146	1.9	515	51	284.6	13.2
1984	3,136	1.0	695	26	360.2	0.6
1985	3,246	3.7	705	54	358.3	22.6
1986	3,220	0.1	672	65	343.1	17.6
1987	3,147	-7.8	672	59	353.8	15.0
1988	2,949	-13.4	508	190	297.3	98.0
1989	2,878	-17.6	516	326	290.8	-

주 : 1) 총자산대비 유형자본 비율을 이용한 FDIC 추정치임.

볼커 전환으로 야기되었던 고금리는 이 시기에 점차 인하되었다. 이와 더불어 1970년대 석유 위기로 인한 고유가가 역전되어 1986년, 배럴 당 약 26\$ 수준에서 불과 몇 달 만에 배럴 당 10\$ 수준으로 폭락했다. 이렇게 되자 월가에서 ‘차입매수(LBO, Leverage Buy-Out)’라는 새로운 금융 운영방식이 만연하기 시작했다. 바로 미국 금융업에 거품이 끼기 시작한 것이었다. 이 거품은 결국 주식시장의 붕괴로 귀결되었다.

1987년, 재정 적자는 지속적으로 확대되는 상황에서 실업률이 5.7%로 떨어졌다는 고용보고서가 발표되자 경기 과열에 대한 우려로 연준에서 금리 인상을 고려할 것이라는 전망이 지배적이었다. 그러나 당시 연준 의장 그린스펀은 10월 4일 TV에 출연하여 추가 금리 인상이 없을 것이라는 이야기를 하면서도 인플레이션 가능성에 대한 언급을 하였다. 이는 즉각 시장 금리의 인상으로 나타났으며, 이어 주식시장의 하락이 본격적으로

152) 신종협, 최영선, 최원, “과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 위기 전망,” p.31에서 재인용.

시작되었다. 10월 6일 하루 91.55% 하락한 이후 1주일 간 총 159포인트 하락했다. 그 다음 주에는 총 225포인트 하락한 이후, 그 다음 주 월요일인 10월 19일, 뉴욕 증권거래소에서 다우존스 산업평균지수가 하루 낙폭으로는 사상 최대인 22.6%, 508포인트나 하락했다. 소위 ‘검은 월요일(Black Monday)’이었다.

금리 급등으로 인하여 경기전망이 불투명해졌고, 기업의 자본 조달 비용 증가로 이익 전망을 낮게 만들었으며, 결국 투자자들의 주식에 대한 유인을 없앤 것이었다. 달러화 약세와 연준의 인플레이션 언급으로 추가 금리 인상이 전망되어 사람들이 주식을 보유할 이유가 없어진 것이었다.¹⁵³⁾ 10월 19일 미국 뉴욕의 주식시장이 개장하기 전에 일본 도쿄의 니케이 지수는 2.5% 하락했으며, 영국 런던의 증권거래소에서는 런던 시장에 상장된 미국의 주식들을 투매하여 10.84%가 하락했다. 뉴욕의 주식 대폭락 다음 날에는 일본의 주식 시장은 13.2%가, 영국의 주식 시장은 14%가 하락했다. 전 세계 주식 시장이 대폭락을 겪은 것이었다. 이를 ‘검은 월요일(Black Monday)’이라 한다. 검은 월요일의 주식 시장 붕괴는 미국을 위시한 G-7 국가들의 중앙은행들이 통화 완화 정책을 통해 시장에 유동성을 공급하겠다는 정책 공조를 펼치면서 수습되었다.

결국 볼커 전환의 고금리에서 시작된 ‘저축대부조합’ 위기는 미국 경제의 금융화 과정에서 나타난 탈규제로 인하여 저축대부조합들이 수익성을 쫓아 위험 자산 투자를 확대하고 도덕적 해이(moral hazard)까지 야기하여 불법 거래까지 손을 대면서 파산하게 된 과정이었다. ‘저축대부조합’ 위기에도 불구하고 금융 부문의 수익성 추구는 금융화 과정에서 주식 시장에 거품을 야기했으며, 결국 1987년 거품이 붕괴하고 검은 월요일의 주식 시장 폭락으로 나타난 것이었다.

그린스펀은 연준 의장에 취임한 직후인 1987년 10월 13일에서 10월 19일 사이에 주식 시장의 급락으로 거의 1조\$가 사라지는 위기적 상황에 직면했다. 이는 전례 없는 거래량으로 놀라울 정도로 빠르게 가격이 급락하여 금융 시스템을 위협하게 된 것이었다. 급격한 시장의 붕괴는 이자율

153) Steven K. Beckner, *Back From The Brink: The Greenspan Years*, 김경종, 최남호 역, 『경제대통령 그린스펀』 (서울: 도서출판 한울, 2001), pp.71-73.

을 높게 만든 상품 무역의 적자와, 많은 인수 예정 기업들의 주식 폭락을 야기했던 세금 입법 제안으로 촉발되었다. 이로 인하여 가격에 민감한 기관들에 의하여 기계적 매도가 시작되었으며, 이는 향후 매도세가 더욱 확대되어 시장의 쇠퇴가 더욱 강화될 것이라는 예측 속에서 추가적인 매도를 야기했다. 이러한 붕괴는 1980년대에 진행된 금융 혁신과 기술적 발전에 따라 현물 시장, 선물 시장 등과 같이 분리된 것으로 보였던 시장이 사실상 하나의 시장처럼 동시적 반응이 나타날 수 있기에 순식간에 집단 행동이 나타나게 되었다는 것이다.¹⁵⁴⁾

주식 시장의 붕괴에 대해 그린스펀은 즉각적으로 대응했다. 먼저 “연준은 국가의 중앙은행으로서 책임에 어긋남 없이, 오늘의 경제와 금융 체제를 지원하기 위한 유동성 자금원으로서의 역할을 수행하기 위한 만반의 준비가 되어 있음을 분명히 밝힌다.”¹⁵⁵⁾는 내용으로 성명서를 발표했다. 그리고 이어서 정부 채권을 적극적으로 구매하여 은행의 대출 여력을 증가시키는, 가시적인 지불 준비금 증가조치로 실제 유동성을 공급했다. 그러나 통화 완화 기조로 가야 한다는 주장에 대해서는 “아직도 약한 환율 하에서 완화 기조를 취하게 되면 전 세계에 있는 달러화 표시 자산들 때문에 시스템에 문제가 생길까 우려된다 …… 각 보유자가 이 자산을 유동화 시킨다면 환율이 급락하게 되어 증권시장이 붕괴되면서 경제가 마비될 것이다. 따라서 이런 위험에서는 금리를 변동시키지 않고 탈출하는 것이 좋다.”¹⁵⁶⁾라고 하면서 금리 변동을 반대했다. 이러한 그린스펀의 입장은 달러화의 가치를 현 수준에서 유지하려는 루브르 합의를 반영한 것이었다.

‘검은 월요일’의 주식 시장 폭락에 대해 즉각 통화 공급을 확대하여 이자율을 인하한 그린스펀의 대처는 중앙은행인 연준이 정부 채권을 매입하고, 그 매입 자금이 상업은행에 예치되면 새로운 통화가 스스로 창출되는

154) The Presidential Task Force on Market Mechanisms, “Report of The Presidential Task Force on Market Mechanisms,” (Washington D.C.: U.S. Government Publishing Office: 1988), p. 69.

155) Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, 현대경제연구원 역, 『격동의 시대』 (파주, 북@북스, 2007), p.167에서 재인용.

156) FOMC에서 그린스펀의 발언. Beckner, *op.cit.*, p.101에서 재인용.

것이였다. 상업 은행은 이 예치된 자금을 바탕으로 더 많은 자금을 대출할 여력을 확보할 수 있었다. 이러한 과정에서 연준은 정부 부채가 늘어나더라도 통화를 공급하면 문제가 해결될 수 있다는 교훈을 얻게 되었다. 이 과정에서 무엇보다 중요했던 것은 이자율을 신속하게 내려 급한 위기를 해결하고, 그 위험이 해결된 이후에는 유동성, 즉 통화량을 흡수하여 인플레이션이 발생할 가능성을 줄이는 방식으로 연준이 시장에 개입할 수 있다는 점이었다.

그런데 검은 월요일의 주식 시장 폭락에는 달러화에 가치에 대한 신뢰 상실의 근저에 깔려 있었다. 1985년의 플라자 합의 이후 달러화 가치가 지속적으로 약세를 보이면서 달러화에 대한 투자자들의 이탈 위험이 나타나자 더 이상의 달러화 평가절하를 막기 위하여 1987년, 루브르합의가 이루어지고 달러화의 추가적인 약세는 저지되었다. 그럼에도 불구하고 여전히 달러화로부터 이탈하려는 민간 투자자들의 움직임에 직면하자, 연준은 1987년 금리 인상을 단행했다. 그러나 독일과 일본 역시 금리를 인상하여 연준의 금리 인상 조치의 효과는 상쇄될 수밖에 없었다. 이 상황에서 달러화는 약세를 보였으며, 미국의 인플레이션 발생에 대한 우려가 시장에 만연하기 시작했다. 때문에 추가적인 금리 인상 가능성이 예측되면서 주식에 대한 투매가 나타나게 되었으며, 결국 국제 민간 자본들이 미국 금융시장에서 이탈하면서 거품이 붕괴된 것이었다.¹⁵⁷⁾

미국 주식 시장의 붕괴에 직면하여 일본 정부도 구원자로 나섰다. 일본은 플라자 합의 이후 이미 역사적 저점에 도달했던 금리를 추가로 인하했으며, 일본 투자자들에게 대 미국 자본 수출 압력을 확대했다. 이러한 조치들은 주식 시장 붕괴로 인하여 일본 수출품 최대 시장인 미국 경제와 세계 경제의 안정성이 위협받을 수 있다는 전제하에서 실시된 것이었다. 그러나 이러한 조치로 인하여 일본 경제는 1980년대의 금융 거품이 악화되었고, 1990년대 전반기 달러화 환율이 추가적으로 절하되었을 때 막대한 손실을 입게 되었다.¹⁵⁸⁾

주식 시장 붕괴에 개입했던 연준의 입장은 달러화의 가치를 평가 절하

157) Henning, *op.cit.*, pp.285-287.

158) Murphy, *op.cit.*, pp.229- 232.

하여 미국 산업의 수출 경쟁력을 강화하고자 했던 플라자 합의 체결 당시 재무부의 입장과 비교해 볼 때, 금융 시장의 안정을 위해 달러화의 가치가 안정되어야 한다는 것으로 미묘한 차이가 있는 것이었다. 이렇게 달러화의 하락을 저지하고 금융을 안정시켜야 한다는 입장은 1988년 9월의 G-7 회합에서 금융 세계화에 대한 논의로 확대, 발전되었다. “경제 정책 집행에 대하여 금융 시장의 세계화가 갖는 함의는 재무부 장관들과 중앙은행장들의 특별한 관심사이다. 금융 시장의 자유화를 통해 많은 것들을 얻을 수 있었지만, 우리는 국제 금융 흐름에 아직 남아 있는 장벽을 제거하기 위해 상호 지원하는 협력적 노력들이 자본의 효율적 배분을 개선하기 위해 필요하다. 자본 시장을 자유화하고 기능을 개선하기 위해 국가들 사이에서의 노력을 환영한다.” 그리고 이에 이어 개발도상국들에 대해 “성장 지향적인 부채 전략에 대해 강력한 지지를 표방하며, 선진국들의 성장과 세계 무역의 강력한 확장이 자신들의 경제적 잠재력을 보다 효과적으로 활용하기 위한 개혁을 시도하고 있는 많은 개발도상국들의 노력을 지원”할 것이라고 하면서 “빈곤한 국가들의 부채 문제 해결은 상업 은행을 포함하여 모든 당사자들의 적극적인 참여를 요구”하고 있으며, “새로운 금융 흐름을 용이하게 하기 위하여 시장에 기반한 자발적인 금융 선택들의 발전을 지지”한다고 했다. 이러한 맥락에서 “민간으로부터 공적 영역으로 위험을 이전하는 데에 대한 반대”를 분명하게 표명했다.¹⁵⁹⁾ 즉 국제 금융의 문제가 본격적으로 다뤄지게 되면서 환율 안정 문제 역시 무역 불균형의 차원뿐만 아니라 국제 금융에 입각한 시각에서 다뤄질 수 있는 계기가 마련된 것이었다.

그린스펀은 재정 적자로 인하여 정부 부채가 지속적으로 확장되자, 1989년 2월 9.75%까지 인상되었던 연방기금금리(federal fund rate)를 6월부터 통화 공급을 재개하여 1990년 7월 5.75%까지 하락시켰다. 1990년 8월, 이라크가 쿠웨이트를 침공하여 국제 유가가 배럴 당 40 달러까지 오르게 되자 그린스펀은 이에 대처하기 위하여 연방기금금리를 더 하락시

159) Group of 7, “Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” (September 24, 1988). (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm880924.htm>)

켰다. 금리는 지속적으로 하락하여 1991년 4월 3.75%까지 인하되었고, 다시 7월에 3.25%까지 하락했다.¹⁶⁰⁾ 이러한 대폭적인 단기 금리 인하를 통해 은행들은 보유 채권으로 막대한 이윤을 얻는 뜻밖의 횡재를 했고, 단기 저리 자금을 차입하여 장기 고리 자금을 대출하는 기본적인 사업을 계속하여 막대한 이익을 얻을 수 있었다.

낮은 금리로 인하여 유동성이 빠르게 확대되었으며, 마침 1991년 이라크에 대한 미국의 공격으로 시작되었던 걸프전쟁이 3주 만에 마무리되면서 국제 유가는 빠르게 하락했다. 이러한 상황은 월스트리트의 주식 시장을 부양해주었다. 이 과정에서 침체되고 있었던 제조업과 달리, 저축대부 조합 위기로 인하여 심각한 위기에 직면했던 금융기관들은 1990년대 초에 빠르게 위기를 극복할 수 있었던 것이다.¹⁶¹⁾

주식시장이 빠르게 위기를 극복하고 다시 상승 추세로 전환되는 과정에서 ‘연금 기금(pension fund)’과 ‘투자신탁기금(mutual fund)’으로 대표되는 이른바 ‘기관 투자자(institutional investor)’가 중요한 행위자로 등장했다. 그렇지만 증권시장을 중심으로 하는 금융화의 전 과정에서 가장 중요한 행위자는 은행이나 기관투자자가 아니라 과거에 산업적 축적을 주도했던 법인기업이었다. 미국의 법인 기업은 1970년대, 1980년대에 사업을 다각화하여 금융자산에 대한 투자를 급격하게 늘리기 시작했다. 그 결과 1990년대에 이르러 법인기업 총 이윤에서 금융·보험·부동산(FIRE: Finance, Insurance, Real Estate)이 차지하는 비중이 제조업의 비중을 능가하게 되었다. 법인기업은 금융기관을 인수하여 자회사로 운영하면서 기업의 내부금융시장을 형성하거나 또는 독자적인 금융 거래를 조직, 통제했다. 그런 과정을 통해 미국의 법인자본은 더 이상 전통적인 산업자본이 아니라 산업을 지배적 요소로 하는 금융그룹으로 변형되었다.¹⁶²⁾

160) Ravi Batra, *Greenspan's Fraud*, 황해선 역, 『그린스펀 경제학의 위험한 유산』 (서울: 돈키호테, 2006), pp.152-153.

161) William A. Fleckenstein, Frederick Sheehan, *Greenspan's Bubble*, 김태훈 역, 『그린스펀 버블: 전 세계 경제침체의 원인, 버블맨 그린스펀의 진실』 (서울: 한스미디어, 2008), p.30.

162) 박상현, 『신자유주의와 현대 자본주의 국가의 변화 - 세계헤게모니 국가 미국을 중심으로-』 (서울: 백산서당, 2012), p.269.

1980년대의 금융 자유화 과정은 금융에 대한 탈규제뿐만 아니라 전반적으로 금융의 이해관계를 우선적으로 보장하는 것이었다. 이 과정에서 금융은 탈규제를 통해 자율성을 확대했을 뿐만 아니라 이윤의 원천 역시 확대할 수 있었다. 이러한 금융 자유화의 과정에서 제조업 역시 생산의 영역을 넘어 금융 영역에서의 이윤 채널을 확보하는 것으로 적응해갔다. 이른바 신경제의 등장이었다. 이러한 과정은 플라자 합의를 체결하게 했던 행동주의적 환율 정책 노선에 대해서도 변화를 야기했다. 1990년대 중반까지 제조업의 금융 자유화에 대한 적응과 연준 및 재무부의 환율 정책 노선 변화에 대해 살펴보도록 하겠다.

(2) 금융화에 대한 적응 : 환율 및 무역 정책 변화

1) 신경제의 등장

플라자 합의와 루브르 합의를 거치면서 미국의 제조업은 경쟁력을 회복하고 수출은 비약적으로 증가했으며, 독일 산업과 일본 산업은 장기적인 위기에 빠졌다. 그리고 대부분 자국 통화를 달러화에 연동(peg)시켰던 동아시아 경제는 달러화의 평가 절하가 지속되는 동안 일본 경쟁자들에 대한 경쟁 우위를 얻게 되어 수출 기반 제조업이 폭발적 성장을 구가했다. 그러나 이러한 경쟁력 추이의 전환과 그에 수반되는 제조업 이윤율의 상승은 국민 경제 사이에서 생산성 증가율 차이나 미국 제조업 생산성 증가율이 상승한 데에서 기인한 것이 아니라, 거의 모든 것이 임금 상승률의 차이와 환율 효과였다. 1986년에서 1993년 사이에 미국 제조업 생산 증가율은 연평균 2.5%였다. 같은 기간 제조업 부문의 시간당 실질 임금 연평균 상승률은 일본의 2.9%와 독일의 2.85%에 크게 못 미치는 0.15%로 G-7 전체에서 가장 낮은 수준을 기록했다. 플라자 합의 이후 제조업은 장기적인 이윤율 회복 추세를 보였음에도 불구하고, 1980년대 후반기 제조업 이윤율 회복의 초기 국면에서 미국 제조업의 역동성에 있어 어떤 의미 있는 개선도 동반되지 않았다. 제조업 부문은 여전히 금융 자원을 금

용 조작을 위해 사용하는 성향이 압도적으로 강했다. 특히 신규 설비와 장비에 대한 투자보다는 차입에 기반한 인수 합병 및 자사주 매입을 위한 자금 차입에 주력했다. 1984년에서 1989년 사이에 인수 합병에 대한 비 금융 법인의 지출은 연평균 1,840억\$에 달했던 반면, 비 주택 고정자산에 대한 투자 지출은 연평균 840억\$에 불과했다. 그러나 제조업의 이윤율 상승은 1990년~1991년 불황에 직면하여 중단되었다. 짧은 불황 기간 동안 기업 파산율은 1980년대 전반기에 기록된 전후 최고 수준을 넘는 것이었다.¹⁶³⁾

그렇지만 1980년대에 들어와 미국의 비 금융 기업은 공장과 설비에 대한 투자에 비해서 금융 자산에 대한 투자를 급격하게 늘렸으며, 이에 따라 생산 활동에서 벌어들인 수입과 이윤에 비해서 금융에서 나오는 수입과 이윤에 점점 더 의존하게 되었다. 제조업은 미국 경제의 금융화 과정에 순응했을 뿐만 아니라 심지어 주도한 것이었다.¹⁶⁴⁾ 더욱 치열해지고 있는 국제적 경쟁 상황에서 고비용의 기존 기업들은 자신의 현금 수입 흐름에서 더 많은 비율을 고정 자본과 상품 투자에서 금융적 경로를 통한 유동성과 축적으로 돌림으로써 수익 하락에 대응했다. 수입 자금 운용을 상업과 생산에 재투자하는 데 따르는 위험과 불확실성은 높다. 그리고 기업이 예전에 전문적으로 했던 특정 산업이나 경제 활동 분야 안에서도 그리고 그 바깥에서도, 확대되는 경쟁 투쟁에서 방어적이거나 공격적인 무기로서, 유동 자산을 늘리는 데 자금을 쓰는 것이 사업 상식에도 부합한 것이었다. 왜냐하면 유동성은 기업체가 조만간 자본의 과잉 축적과 옛 사업 종목과 새로운 사업 종목 내부의 경쟁 격화에서 발생할 ‘자본 가치의 도살’을 피할 수 있게 해줄 뿐 아니라, 자신의 수입 자금 운용을 고정 자산과 상품에 계속해서 투입하는 데 신중하고, ‘분별없이 열의에 넘치는’ 기업체의 자산, 고객 및 공급자를 싼 값으로 접수할 수 있게 해주기 때문이다.¹⁶⁵⁾

163) Brenner, 2002, *op.cit.*, p. 99-105.

164) Greta R. Krippner, “The Financialization of the American Economy,” *Socio-Economic Review*, 2005, vol. 3.

165) Arrighi, *op.cit.*, pp.200-202.

이러한 금융화에 대한 제조업의 적응 과정에서 ‘신경제(new economy)’ 현상이 나타나기 시작했다. 신경제는 정보·통신기술의 발달에 따른 경제구조의 변화라는 의미로 널리 사용되고 있으며, 보다 구체적으로는 ‘정보 기술(Information Technology)’의 발달로 인한 생산성 파급 효과가 전 산업 분야로 확대되며 생산원가는 낮아지고 경쟁력은 높아지지만 물가는 오르지 않는 현상을 의미한다. 특히 신경제라는 개념은 소위 IT 혁명 이전의 경제를 구경제로 규정하고 이와 구별 짓기 위하여 사용된 개념이었다. 구경제에 대한 설명은 경기호황과 저물가는 공존할 수 없다는 전통적인 경제학 이론에 입각한 개념으로, 경기호황 → 저실업 → 임금 인상(물가 상승) → 생산성 하락 → 경기하락과 같은 주기(cycle)가 반복된다는 것이었다. 그러나 신경제는 새로운 기술 분야가 등장하여 경제 성장을 주도하여 저실업과 저물가가 공존할 수 있다는 것이었다. 즉 신산업의 출현 → 경기호황 → 저실업, 저물가 → 생산성 상승 → 경기 향상을 나타낸다는 것이었다. 이러한 신경제는 일반적으로 생산성을 향상시키고 새로운 수요 확장을 제공하는 기술 혁신과 세계화로 인하여 나타날 수 있다고 했다. 실제로 1990년대 미국 경제는 신경제 호황을 누리고 있었다. 다음의 <그림 4-1>이 1985년에서 1995년까지 미국의 인플레이션을 변화 추이이며, <그림 4-2>가 1985년에서 1995년까지 미국의 실업률 변화 추이이다.

<그림 4-1> 미국 인플레이션 변화 추이, 1985년~1995년



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1985년~1995년으로 설정)

<그림 4-2> 미국 실업률 변화 추이, 1985년~1995년



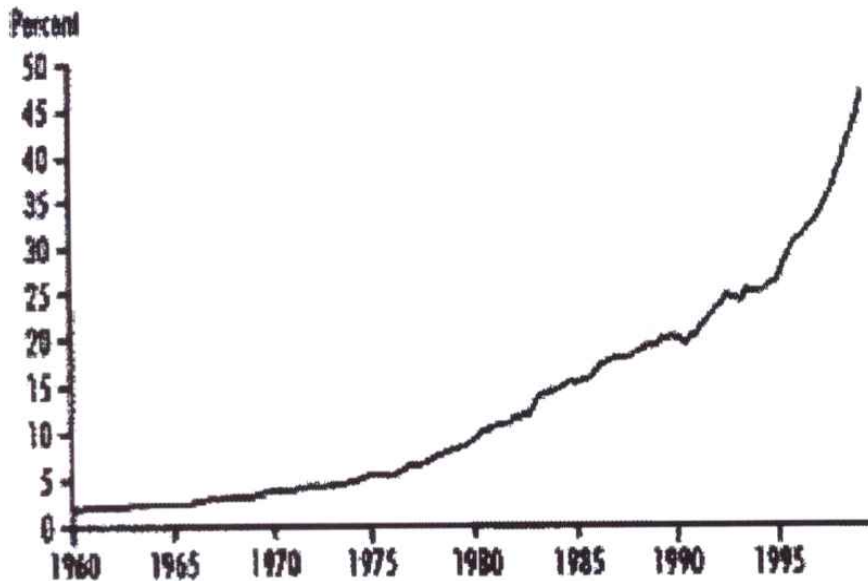
(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1985년~1995년으로 설정)

미국의 신경제는 1980년대 볼커 전환 이후 미국 경제가 겪었던 구조조정 이후 1990년대 클린턴 행정부의 IT 집중 투자를 통해 모습을 드러내기 시작했다. IT의 발전에 있어 가장 중심이 되었던 컴퓨터에 대한 연구 개발 및 초보적인 상용화는 1980년대 중반부터 이루어졌다. 그리고 실리콘 밸리를 중심으로 이루어졌던 반도체와 같은 미래를 위한 연구 개발의 중요성이 부각되기 시작했다.

신경제의 시발점이 되었던 것은 연구 개발에 대한 투자였으며, 따라서 새로운 기술 개발에 투자를 단행하는 벤처캐피탈과 같은 금융 산업의 존재가 핵심적이었다. 물론 새로운 기술의 채택이 생산성 향상으로 실현되기까지는 일정한 시간 지체(time lag)를 보이는 것이 일반적인 현상이다. 1990년대 전반기의 경제 성장은 역사적 관점에 보자면 매우 느린 생산성과 고용 증대라는 특징을 보인다. 그러나 새로운 기술에 대한 투자, 곧 정보 기술에 대한 투자는 이미 1980년대 중반이후 빠르게 증가하고 있었으며, 1990년대 후반에 급증했다. 예를 들어 1997년 정보기술에 대한 투자는 미국의 경우 GDP의 4.5% 수준까지 확대되었다.

바로 이러한 투자 과정에서 기관 투자자들의 비중이 확대되었으며, 아울러 CEO에 대한 스톡옵션이 일반화되기 시작했다. 1993년 100만\$를 넘는 급여에 대해 세금공제를 금지하는 법안이 클린턴 대통령의 권유로 의회에서 통과되었는데, 소득공제 한도는 스톡옵션에 해당하지 않는 것이었다. 오히려 이후에 스톡옵션이 확산되었으며, 이는 동시에 CEO들이 단기주가 상승에 직접적인 이해관계를 갖게 했다. 다음 <그림 4-3>이 총 고정투자 대비 정보처리설비 투자 비율이다.

<그림 4-3> 총 고정투자 대비 정보처리설비 투자 비율 (분기별 자료)



(출처 : Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis)

1980년대 중반 이후 비교적 빠르게 증가했으며, 1990년대 후반 급격하게 확대된 정보 기술 투자 비율은 금융과 기술의 연계였다. 따라서 미국의 소위 신경제의 씨앗은 1980년대 중반, 1990년대 초반에 뿌려진 것이었으며, 이는 미국의 금융 자유화를 통해 급격하게 성장한 금융의 뒷받침을 받았던 것이었다. 기술 혁신의 초기 단계에서 새로운 기술들이 생산과정에 통합되고 적용되는 과도기에 생산성 증가가 느리게 나타나지만, 이후에 생산성은 급격하게 증가한다. 실제로 1998년 후반기와 1999년 전반기에 나타난 상대적으로 높은 미국의 생산성 증가율은 2000년대에 들어와서도 지속되었다.

그린스펀은 1998년 4월 버클리 대학교에서 한 연설에서 1990년대의 호황과 신경제에 대해 “신경제란 이 시기의 특별한 현상이라기보다 숨겨

터의 ‘창조적 파괴(creative destruction)’에 따라 역사적으로 나타나는 현상”이라고 설명하면서, 당시 미국의 경제에 “의심할 여지없이 기술 혁신이 있었으며, 이로 인해 1990년대 초 기업 구조조정에 따라 전통적인 산업에서의 해고가 나타났음에도 불구하고, 신규 기업이나 기관의 신규 고용률이 이보다 높았기 때문에 실업률이 떨어질 수 있었다”고 했다. 그런데 “최근 미국 시장의 작동과 첨단 기술의 발전 속도에 근본적인 개선”이 “인상적인 1990년대 주식 시장의 뚜렷한 상승”을 가져왔다고 하면서, 투자에 대한 금융적 수익 향상은 “물리적 자본이 소비자들이 가치 있다고 보는 제품과 서비스의 생산에 할당되고 있는 것에 따라 나타나는 현상”이라고 평가했다. 따라서 “신경제가 있느냐 하는 질문의 핵심은 미래의 안정에 대한 현재 기대가 경제에서의 실질적인 변화에 의해 정당화 되는가”이며, 그러한 기대가 있다면 자본 비용은 낮은 상태를 유지할 것이고, 더 높은 투자와 더 빠른 경제 성장이 도래할 것”이라고 했다.¹⁶⁶⁾

2) 무역적자의 확대와 시장 개방 압력의 강화

실물 경제의 토대가 더욱 견고해지면서, 금융 부문은 마침내 규제완화와 정부의 무제한적 보조금과 지원을 활용했다. 이를 통해 금융 부문은 두드러진 회복세를 보였다. 이러한 제조업, 비제조업, 금융 부문의 공생이 유지될 수 있을 것이라고 생각되었다. 플라자 합의가 있었던 1980년대를 거쳐 1990년대까지 전개된 이러한 상황은 금융 시장의 개방과 자본 이동의 자유화를 통해 국제 민간 자본이 미국을 위시한 국제 금융 시장을 자유롭게 확보할 수 있게 되면서 가능했던 것이었다. 따라서 환율 정책에 있어 플라자 합의와 같은 협력적 개입을 통한 평가 절하로 수출 경쟁력을 강화하기보다 투자 확대를 위한 환경 조성에 유리한 환율 정책이 필요해진 것이었다. 투자 확대를 위한 환경이란 무엇보다도 수익성에 있어 매력

166) Alan Greenspan, “Is there a new economy?” Remarks At the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue, University of California, Berkeley, California, September 4, 1998. (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980904.htm>)

적인 투자처가 될 수 있어야 했기 때문에 달러화의 추가적인 평가 절하는 회피되어야 했다. 따라서 경상수지 적자 문제 해결에 있어 달러화의 환율을 평가 절하는 것보다 환율을 조작하고 있다는 의심을 받고 있는 무역상대국의 통화 환율의 평가 절상 요구가 효과적인 방법으로 등장했다. 아울러 경상수지 적자를 상쇄하기 위해서도 국제 자본의 자유로운 유출입과 매력적인 투자처로서의 금융 환경 조성이 더욱 중요한 문제가 되었다.

1987년 연준 의장으로 취임했던 그린스펀은 취임 당시부터 환율 문제를 무역 적자 해결을 위한 수단으로 보지 않는 입장을 견지하고 있었다. 1987년 연준 의장으로 지명된 그린스펀에 대한 상원 ‘은행위원회(Committee on Banking, Housing and Urban Affairs)’의 ‘임명 동의 청문회(Nomination of Alan Greenspan Hearing)’에서 프록스마이어(Proxmire) 위원장은 달러 환율 조정 문제에 대한 연준의 역할이 어떤 것인지를 묻는 서면 질문을 했다. 이에 대해 그린스펀은 플라자 합의와 같은 시장 개입은 바람직하지 않다는 취지로 다음과 같이 답변했다. “외환 시장에서의 개입이 다른 정책에 유용한 부속물일 수 있는 때가 있다. 그러나 근본적인 정책 변화 없는 개입은 그 자체로는 환율에 막대하고 지속적인 영향을 줄 수도 없고, 주어서도 안 된다. 게다가 적정한 환율 수준이 어떤 수준인지 인지하는 것이 어렵다. 환율은 시간이 지나면서 변동한다. 중기적 수준에서 안정적인 환율을 합리적으로 유지하는 최선이자 유일한 방법은 근본적으로 미국이 그리고 해외의 다른 국가들이 통화 정책과 재정 정책을 올바르게 설정하는 것이다.”¹⁶⁷⁾ 그리고 “일본의 자본 조달 비용이 (현재 상황에서) 약 2.5%인데 반해 미국의 자본 조달 비용은 그에 약 세 배에 달하기 때문에 철강, 자동차, 가전 및 화학 산업과 같은 자본 집약적 산업에서 일본 기업이 미국 기업에 비해 현저한 비교 우위를 차지”하고 있다면서 이에 대한 연준의 대책을 묻는 리글(Riegle) 상원의원의 질문에 그린스펀은 다음과 같이 대답한다. “연준은 경제적, 금융적 시장 조건을 우호적으로 만듦으로써 미국 기업들의 (국제 무역에서의) 경

167) Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, *Nomination of Alan Greenspan Hearing before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs* (Washington D.C.: Government Printing Office, 1987), pp.61-63.

쟁 포지션 개선에 기여할 수 있다. 이 말은 자본 조달 비용을 증가시키는 높고 변동이 심한 인플레이션을, 과도한 환율 변동성 및 리스크 프리미엄에 연관된 불확실성을 회피해야만 한다는 것을 의미”한다고 대답하면서, 가장 중요한 것은 “정부와 민간의 저축과 소비에 있어 총체적 균형을 맞춰나가는 데에 영향을 끼치는 의회의 역할”이라고 답변했다.¹⁶⁸⁾ 그린스펀은 정책 결정이 국내적 요인에 의해서 엄격하게 이루어지며, 환율은 큰 영향을 주지 않는다는 주장을 한 셈이었다. 그러나 환율은 금리 변화와 밀접한 관계를 갖고 있었다.

이 시기에 그린스펀은 행정부가 달러화 하락에 큰 관심이 없는 것이 금융시장 안정과 물가조절능력에 대한 직접적인 위협이라고 생각했다. 1988년 1월 4일, 달러화 가치가 연준의 마지막 회의일 기준으로 5%나 평가 절하되자 그린스펀은 자신의 임명 동의 청문회에서 했던 발언과는 반대로 외국 관계자들과 함께 달러의 평가 절하 추세를 저지하기로 했다. 달러화에 대한 연준의 우려에 대하여 G-7 금융 관계자도 공감하면서 새로운 조치를 요구했다. 결국 연준은 외국의 중앙은행과 공동으로 대규모의 외환 개입을 결정했다. 일본, 독일, 프랑스, 영국 등의 중앙은행과 협력하여 연준은 외화를 매각하고 달러화를 매입했다.¹⁶⁹⁾

루브르 합의 체결 이후 달러화의 추가적 평가 절하를 저지하기 위하여 미국은 독자적으로 시장 개입을 하거나 국제적 협력을 통한 시장 개입을 했다. 경상수지 적자 축소를 위하여 미국은 1988년 제정된 ‘포괄적통상경쟁력법’의 통화 조작 조항을 통해 대미 흑자국들과 양자 간의 협상으로 상대국 통화의 평가 절상을 압박하는 한편, 근본적인 구조 개혁이라는 명분으로 상대국의 상품 및 자본 시장의 개방을 압박하기 시작했다. 이는 플라자 합의 이전 일본과의 ‘엔-달러 합의’와 유사한 면을 보이기도 하지만, 통상법은 이보다 훨씬 강력한 압박 무기였다.

1980년대 후반에 들어오면서, 미국은 동아시아 국가들의 대미 흑자를 무역 불균형의 또 다른 중요한 원인으로 지목했다. 플라자 합의, 루브르 합의 이후 미국의 대 일본 무역 적자는 감소 추세를 보였으며, 엔-달러

168) *Ibid.*, pp.66-67.

169) Beckner, *op.cit.*, pp.102-103.

환율 역시 달러화의 평가 절하가 이루어졌고, 일본의 상품 및 자본 시장 개방도 진행되고 있었다. 당시 일본을 제외하고 대미 무역 흑자국으로 급격하게 부상하고 있던 국가들이 아시아의 신흥공업국들이었다. 1989년 5월 12일, 상원 ‘금융위원회 산하 국제무역소위원회(Subcommittee on International Trade of Committee on Finance)’는 ‘통화 조작 청문회(Currency Manipulation Hearing)’를 개최했다. 이 청문회는 1986년 아시아의 신흥공업국들과 환율 문제에 대한 협상을 시작한 후, ‘포괄적통상경쟁력법(통상법, Omnibus Trade and Competitiveness Act)’의 ‘통화 조작 조항(Provision of currency manipulation)’에 따라 그해 10월, 재무부가 한국과 대만을 통화 조작국으로 지정한 후 두 국가와의 협상이 강화된 후에 개최되었다.

청문회에서 당시 재무부 차관 후보자였던 멀포드(Mulford)는 두 국가가 환율 조작을 하고 있다고 판단한 이유로 “첫째, 시장에서의 (해당 통화의) 힘이 환율에 반영되는 것을 방지하기 위한 자본 통제와 행정 메커니즘이 존재한다는 것과, 둘째, 중앙은행이 외환시장에 대규모로 개입하고 있다는 것, 셋째, GNP대비 대규모 국제 수지 흑자를 보였던 시기에도 환율의 평가 절상이 없었던 것”을 들었다. 이러한 이유로 두 국가와 “통화 조작 및 성장의 원천으로서 국내 수요 확대와 금융 시장 자유화를 강조하는 협상”이 진행되었으며, 그 결과 “한국과 대만의 통화 가치가 평가 절상되었고, 시장을 개방하며 금융 시스템을 국제화하는 다양한 조치”를 취하여 “1988년에 들어와 원화는 약 16% 평가 절상되었지만 여전히 미국은 한국에 대해 95억\$의 무역적자를 기록”하고 있으며, “따라서 한국의 대미 무역 흑자 감축 추세가 지속되고 강화되기 위하여 추가적인 원화의 평가 절상이 필요하다”고 언급하면서, “대만과 한국에 대해 지속적으로 모니터할 것”이라고 했다.¹⁷⁰⁾

그런데 이 청문회에서 멀포드는 환율 조작의 해결을 위한 협상과 무역적자 감축을 위한 통상법 슈퍼301조의 발동과 같은 협상을 결합하여 진

170) Subcommittee on International Trade of Committee on Finance, *Currency Manipulation Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1989), pp.5-6.

행하자는 제안에 대해 “환율의 문제는 두 국가들의 구조 변화와 연관된 문제”라면서 완곡하게 거부 의사를 보였다. 결국 환율 조정 문제를 둘러싼 협상에 대해 재무부는 한편으로는 무역 적자 감축을 위한 협상이라는 측면에서 접근하기도 하지만, 상품 시장과 자본 시장 개방이라는 측면을 보다 근본적인 목표로 바라보고 있다는 것이 드러났다. 또한 루브르 합의 이후 엔-달러 환율 조정과 일본 자본의 미국 투자 등으로 무역 적자 조정의 주요 대상이 아시아의 신흥공업국들로 변화하였는데, 이들 국가들과는 양자 간 협상을 통한 통화의 평가 절상 압박뿐만이 아니라 경제의 구조적 개혁-상품 시장과 자본 시장의 개방-이 협상에서 재무부가 갖고 있는 보다 근본적인 목적이었다.

무역 적자 문제 해결을 위한 외환 시장 개입에 있어 플라자 합의와 루브르 합의 이후 미국에서의 입장 변화는 함께 협력적 개입을 했던 G-7에서도 나타났다. 1987년 2월의 루브르 합의에 뒤 이어 1987년 11월의 G-7 회합에서는 “세계 경제의 주요한 불균형이 수정되어야 한다는 관점을 다시 한 번 강조”하면서, “미국과 독일 및 일본이 대외 조정을 촉진하는 방향으로 정책적 선회”를 했으며, “지난 몇 년간 이루어진 환율 안정성이 이러한 조정에 기여”했다고 평가했다. 그러나 (검은 월요일 이후) “지난 몇 주 간의 (달러화가 추가적으로 평가 절하된) 환율 변화는 경제적 기초 여건을 강화하고 정책 협조를 지속적으로 강화해야 할 필요성을 더욱 강조”하게 한다면서, “건강한 경제 정책과 효율적인 협력으로 성장률이 지속되어야만 하고, 이를 위해 비인플레이션적인 성장을 위한 적절한 정책이 필요하다는 합의”를 이루었다고 했다.¹⁷¹⁾ 그리고 이어서 1987년 말, G-7은 금융시장의 안정을 촉진시키고 물가안정 하에 높은 경제 성장을 달성하기 위한 금융여건을 조성하는 금융정책에 합의했다.

미국의 경상수지 적자는 해외 자본의 유입을 통해 상쇄되어야 하는 문제였기에 이는 곧 미국의 해외 부채의 확대에 귀결된다. 1988년 9월 13일, 미국 의회의 ‘공동 경제위원회(Joint Economic Committee)’에서 개

171) Group of 7, “Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” (December 22, 1987). (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm871222.htm>).

최한 ‘미국의 해외 부채에 대한 청문회’에서 뉴욕 주의 다마토(D’Amato) 상원의원은 “1980년대 서유럽과 일본의 자본 시장 자유화가 이전 시기 제약되었던 자본의 흐름에 대한 수문을 활짝 열어 미국의 상대적으로 높은 이자율과 감세 조치, 낮은 인플레이션을 및 강한 경제적 성장에 따라 미국으로 잉여 자본이 주식, 채권, 직접 투자, 은행 예금의 형태로 유입”되었으며, 동시에 “미국의 해외 투자는 제3세계 부채위기로 미국 은행의 해외 투자가 감축”되었다는 것을 지적하였다. 아울러 “해외 자본의 유입은 이자율을 낮은 상태로 유지할 수 있게 해 주었고, 투자 수준을 높게 유지할 수 있게 해 주었으며, 이로 인해 경제 성장이 지속되었고, 고용이 늘어났으며, 미국은 세계 자본 시장과 상품 시장 국제화의 부산물인 수입된 기계 설비와 관리 기술로 혜택을” 보았다고 했다. 그런데 이에 대해 “많은 사람들이 외국인들이 미국의 산업을 통제하고 있다”는 우려를 하고 있다고 했다. 그렇지만 “미국에 대한 외국인 투자의 3/4이 회사 운영에 어떤 통제도 가하지 않는 채권과 은행 예금과 같은 고정 수입 자산으로 구성”되어 있으며, “직접 투자는 단지 미국 내 외국인 자산의 17%일 뿐”이라고 지적하면서, “현재 3,680억\$인 대외 부채가 경상수지 적자가 지속된다면 더욱 늘어날 것”이지만 이의 상황에는 큰 문제가 없다고 주장하였다. 따라서 “향후 외국 투자자와 국내 투자자들에게 적대적인 경제적 환경을 조성할 수 있는 세금 인상(tax hike)이나 자본 통제에 대한 입법은 필요하지 않다.”고 주장했다.¹⁷²⁾

위의 ‘미국의 해외 부채에 대한 청문회’ 직후인 1988년 9월 18일 열린 미국 상원 ‘금융위원회(Committee on Finance)’의 ‘브래디 재무부 장관 임명 청문회(Nomination of Nicholas F. Brady Hearing)’가 열렸다. 플라자 합의를 전후로 열렸던 청문회에서의 환율 변동에 대한 논의는 주로 무역 적자의 개선을 위하여 달러화 가치를 평가 절하할 수 있는지가 초점이었다면, 이 청문회에서 환율에 대한 논의는 주로 루브르 합의 이후 달러화 환율의 추가적 하락을 막을 수 있는 방법이 무엇인지에 초점이 맞춰져 있다. 뉴저지 주 상원의원 브래들리(Bill Bradley)는 “루브르 합의

172) Joint Economic Committee, U.S. Congress, *U.S. Foreign Debt Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1988), p.3.

이후 일본과 독일이 지속적으로 달러화를 매입했는데, 이를 향후에도 지속할 것으로 보는지, 만일 그렇지 않다면 달러화의 추가적 하락을 막을 수 있는 방법이 이자율 인상 외에 다른 방법이 있는지”를 질문하였으며, 이에 대해 브래디 장관 후보자는 “외국인들이 미국의 부채에 대한 신뢰 상실은 없을 것이며, 향후에도 미국이 발행하는 채권 구입을 지속할 것”이라고 대답했다. 즉 달러화에 대한 외국의 수요는 지속될 것이며, 따라서 달러화의 환율이 추가적으로 하락하지 않을 것이라는 의미의 답변을 했다.¹⁷³⁾

이어서 몬타나주 상원의원 보커스(Baucus)는 “미국에 수출하고 있는 일본 기업들은 심지어 1달러 당 97엔, 혹은 1달러 당 90엔 수준에서도 수지 균형을 맞출 수 있는 정도로 경쟁력이 있기” 때문에 “무역 적자를 해결하기 위한 정책적 시도들을 주로 달러화의 평가 절하에 의존하는 것은 효과를 발휘하기 어려우며, 단지 미국인들의 생활수준(living standards)을 낮출 뿐”이라고 주장했다.¹⁷⁴⁾ 이와 더불어 여러 의원들이 외국 자본의 유입과 특히 일본 기업의 미국 기업 인수 합병에 대한 우려를 담는 질문을 했지만, 브래디는 “(미국의 무역 상대국도) 수입 제한이나 관세 장벽에서 미국처럼 공정한 기회를 제공하여야 한다”는 것을 강조하면서 “외국 기업이 미국에 투자 확대를 원하는 것은 미국에게도 이익”이라고 한다. 브래디의 답변은 결국 미국의 무역 적자 문제 해결을 위해 환율을 조정하는 문제보다, 즉 해외의 달러화가 미국으로 유입되는 것으로 인하여 달러화가 평가 절상될 수 있는 가능성에 대한 우려보다, 그만큼 상대 국가의 자본 시장이 개방되어야 한다는 것을 강조했다. 이러한 답변은 기존의 약한 달러화를 통한 조정 비용의 전가라는 정책에서 다른 방향으로 정책적 변화가 나타나고 있음을 의미하는 것이었다.

이러한 정책 변화는 무역 적자의 해결을 위해 1988년 제정된 ‘포괄통상경쟁력법(Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988)’을 활용하는 것으로 나타났다. 이는 특정 국가와의 양자 간 협상 방식을 통하

173) Committee on Finance, U.S. Senate, *Nomination of Nicholas F. Brady Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1988), pp.8-9

174) *Ibid.*, pp.10-11.

는 것이었다. ‘포괄통상경쟁력법’은 1974년의 무역법 301조의 불공정 무역 절차를 현저하게 확대하여 적용할 수 있게 하는 법안이었다. 이 법안에서 의회는 무역대표부가 불공정 무역 관행을 보이는 국가들의 목록을 정리하여 매해 5월 말에 보고서를 제출하도록 규정했다. 그리고 불공정 관행의 제거를 위한 협상이 타결되지 않을 경우 무역대표부가 해당국가로부터의 수입에 대한 보복 행동을 취할 수 있도록 했다. 301조는 미국의 상응하는 조치 없이도 무역대표부가 어떤 국가에 ‘구조적 장애물(structural impediments)’이 있다고 믿는다면, 미국산 제품에 대해 해당 국가의 국내 시장 개방을 일방적으로 요구하는 길을 터준 것이었다. 이 법안에 따른 결과 중 하나가 해외 시장에서 소위 자발적 수입 확대를 통해 특정 제품의 비중을 요구하는 것이었다. 이에 대한 첫 번째 사례가 1986년, 반도체 분야에서 해외 생산자들-주로 미국인들이 해당-에게 일본 시장의 20%를 보장하는 것으로, 부칙에서 미국 생산자들이 미국 국내와 제3국에서 보다 용이하게 경쟁할 수 있도록 일본 제품 가격을 충분히 높게 유지하도록 규정했다. 일본이 이 부칙을 지키고 있는지 혹은 어기고 있는지에 대해 감시하여 1990년대까지 이를 지키지 않고 있다고 지속적으로 비판하면서 재협상이 이어졌다.

무역 적자의 해결을 달러화의 평가 절하를 통한 조정 비용의 전가로 해결하려는 입장에서, 무역 상대국 시장 개방을 위하여 양자 간 협상을 통한 압박으로 입장이 선회한 것은 통상 협상을 담당하는 무역 대표부에서 나타났다. 1990년 2월 7일, 상원의 ‘금융위원회’에서 개최한 ‘1988년 통상법 감시 청문회(Oversight of 1988 Trade Act-1990 Hearing)’에서 미국 ‘무역대표부(USTR, U.S. Trade Representative)’의 Carla Hills 대표는 다음과 같이 말했다.

“미 행정부의 목표는 세계 경제를 자유 시장을 향하도록 추동하는 데에 있다 …… 목표를 달성하기 위해 세 갈래 전략이 우리 앞에 놓여 있다. 첫째, 올해 말까지로 예정된 우루과이 라운드의 성공적 타결을 위해 헌신하는 것이다. 둘째, 일본, 캐나다, 멕시코, 유럽 공동체 그리고 태평양 지역 국가들을 포함한 우리의 무역 상대국들과 시장 개방

정책을 추진하는 것이다. 셋째, 1988년 ‘포괄적통상경쟁력법’을 활용하여 시장을 비집고 들어가 미국의 산업과 농업의 권리를 강제하는 것이다. 여기에서 우리가 가장 선호하는 것은 우루과이 라운드의 성공적 타결이다.”라고 천명했다.¹⁷⁵⁾

이 당시까지 달러화 환율 변화에 대한 재무부의 입장은 안정이었다. 루브르 합의 이후 달러화의 추가적 평가 절하를 막는 한편, 평가 절상 압력에 대해서도 시장 개입을 통해 안정된 수준을 유지해야 한다는 것이었다. 이는 플라자 합의 이후 추가적인 달러화의 평가 절하를 막아 조정 비용의 전가가 이루어지고 있는 상태를 유지하면서도 달러화로부터의 이탈을 방지하는 루브르 합의에서의 취지를 지속 가능하게 하는 것이었다. 1990년 8월 14, 미 하원의 ‘은행위원회(Committee on Banking, Finance and Urban Affairs)’는 ‘국제 금융 정책에 대한 재무부 감독 청문회(Review of Treasury Department’s Conduct of International Financial Policy)’에서 외환 시장 개입에 대한 의원들의 질문에 대해 당시 재무부 국제 문제 담당 차관 멀포드가 재무부의 입장을 증언했다.

“한 국가의 국제 경제와 금융 정책을 지원하는 의미 부여를 위해 통화 당국은 외환 운영의 메커니즘을 필요로 하며, 미국의 그것이 재무부의 ‘외환 안정 기금(Exchange Stabilization Fund)’이다. 세계 경제와 금융 시장의 세계화는 국제 수진 균형 조정 과정에 대한 부담의 본질과 범위를 변화시켰다. 변동하는 환율에는 더 많은 여지가 있으며, 부채 문제는 세계 금융 시장에 심각한 함의를 갖고 나타났다. 외환안정기금은 미국 경제에 악영향을 줄 수 있는 국제 금융 혼란에 대해 신속하고 유연하게 대응할 수 있는 미국 정부의 유일한 도구이다. 외환안정기금은 재무부가 대통령의 재가를 얻어 IMF에서 우리의 의무를 수행하는 것을 지원해주는 강력하면서도 유연한 수단이다 …… 1985년 플라자 합의 이전에, 달러화의 가치가 심각하게 왜곡되어 있었기 때문에 미국 산업의 중용한 부문들의 경쟁력을 악화시켰으며 보호주의적 압력과 금

175) Committee on Finance, U.S. Senate, *Oversight of 1988 Trade Act-1990 Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1990), pp.3-4.

용 시장의 불안정성을 야기했다. 이 합의 이후 소규모 개입을 통해 외환 시장이 달러화의 가치를 결정할 수 있게 했으며, 이로 인하여 경쟁력의 실상을 훨씬 더 많이 반영할 수 있게 되었다. 플라자 합의와 루브르 합의 이후, 개입은 환율을 기본적인 경제 기초(fundamental)에 더 잘 부합하는 수준에서 유지하려는 노력을 했다. 경제 정책에 대한 더 큰 협력이 현저하게 성공을 거두었다. 1985년 이래로 1,000만개 이상의 일자리가 미국 경제에 새로 만들어졌고, 증가된 경쟁력은 무역적자를 1987년의 최대치에서 약 600억\$를 감축할 수 있게 해주었다. 달러화가 상승 압력을 받고 있을 때 달러화를 매각하는 개입은 이렇게 강화된 경쟁력이 악화되는 것을 제한하거나 방지해주었다. 달러화가 하락 압력을 받고 있을 때 달러화를 매입하는 것은 인플레이션이 상대적으로 낮은 상태를 유지하게 하는 데에 도움이 되었다 …… 1989년, 1990년, 외환 보유량의 대규모 증가는 달러화의 가치 상승 압력에 대한 방어를 위해 달러화를 매각하였기 때문이다. 그렇지만 이는 여전히 다른 국가들에 비해 작은 비율이다. 평가 절하에 따른 손실이 그에 따른 이득보다 크다고 믿을 이유는 없다.”¹⁷⁶⁾

이 시기에 있어 가장 큰 대미 무역 흑자국은 여전히 일본이었다. 미국은 일본이 자국의 시장을 충분히 개방하고 있지 않으며, 해외 생산자-사실상 미국의 생산자-들에 대해 자국 시장 내에서 차별을 하고 있다고 주장했다. 일본과의 무역 적자 문제의 해결은 결국 일본 시장 개방 문제로 초점이 맞춰졌다. 이를 위해 클린턴은 대통령 취임 이후 곧바로 일본을 방문했다. 1993년 4월 6일, 클린턴 대통령과 일본의 미야자와 총리가 워싱턴에서 만나, 향후 3년 동안 양자 간의 무역을 포함한 경제적 이슈들에 대해 협상하는 새로운 다면적 틀을 만들기로 합의했다. 미국은 일본이 수입 확대를 통해 GDP 성장률만큼 무역 흑자를 축소하는 거시경제적 목표를 포함하는 틀을 제안했다. 이와 더불어 ①현재 무역 협정에 대한 일본의 준수, ②일본 정부의 조달 업무, ③일본 산업 분야에서의 규제 개혁,

176) Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, US House of Representative, *Review of Treasury Department's Conduct of International Financial Policy Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1990), pp.4-8.

④일본과 미국의 자동차와 부품 산업, ⑤투자, 기술 이전, 지적 재산권, 상용화를 앞둔 신기술(emerging technology)을 둘러싼 미국과 일본의 경제 통합 등을 포함하여 부문과 구조적 문제 해결에 초점을 두고 협상을 제안했다. 이러한 협상 내용은 당시 막바지 협상에 이르고 있던 우루과이라운드 협상과 일정하게 궤를 같이 하는 것이었다.

클린턴의 방일 이후 당시 미국 무역대표부의 캔터(Kantor) 대표는 1993년 7월 13일, 하원의 '세입위원회 산하 무역소위원회(Subcommittee on Trade of the Committee on Ways and Means)'가 개최한 '미-일 무역, 상업 및 경제 관계 청문회(United States-Japan Trade, Commercial, and Economic Relation Hearing)'에서 우루과이라운드의 협상이 연내에 끝날 수 있으며, 클린턴이 미야자와 총리와 합의한 내용을 진행하고 있음을 설명했다.¹⁷⁷⁾ 이 청문회는 미국의 수출 기업 및 산업계를 대표하는 사람들을 증인으로 출석시켜 입장을 청취했다. 먼저 '미국전자제품협회'를 대표하여 출석한 모토롤라의 브레너(Arnold Brenner) 부사장은 다음과 같이 이야기 했다.

“지속적인 전기전자 산업의 대일 적자는 직접적인 부의 이전이며, 미국 기업의 판매와 이윤의 손실이며 미국 노동자들의 일자리 상실이다. 일본은 이번 협상의 중요성을 이해해야 한다. 우리가 추구하는 것은 전자 제품 시장에서의 효율적 접근에 대한 협상이다. 이는 일본의 시장 장벽을 감축하는 것이다. 이는 미국 기업이 갖고 있는 세계 속에서의 경쟁력에 상응하여 일본 시장에서의 판매 비율과 시장 점유율이 측정 가능하게 지속적으로 그리고 현저하게 늘어날 것이다. 파트너로서 그리고 경쟁자로서 일본과의 관계는 두 가지 이유로 이 산업의 미래에 핵심적으로 중요하다. 첫째, 일본은 전자 제품에 매우 큰 의미 있는 시장이다. 미국 기업들은 오늘날 세계 시장의 50% 이상을 점유하고 있지만, 일본에서는 약 19%의 시장 점유율에 그치고 있다 …… 만일 미국이 (세계 시장과 일본 시장의) 이러한 격차를 절반 줄일 수 있을 정도로 대 일본 수출이

177) Subcommittee on Trade of the Committee on Ways and Means, House of Representative, *United States-Japan Trade, Commercial, and Economic Relation* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1993), pp.2-3.

증가한다면, 그 효과는 막대할 것이다. 이는 약 20만에서 50만개의 신규 일자리가 창출될 수 있으며, 현재 220억\$의 미국 전자제품 대일 무역 적자가 의미 있게 감축될 것이다. 그리고 일본 국내 시장에서 보호 받는 일본 산업과 경쟁함에 있어 우리 산업은 불리한 위치에 놓여 있다. 일본 전자 제품 시장에 대한 외국의 접근에 대한 제한으로 인하여 일본 기업은 훨씬 더 강해지고 있다 …… 일본 내의 전자 제품에 대한 절차적 장벽을 개별적으로 다루는 미국 정부의 노력은 총체적으로 다루는 것보다 효율성이 낮다. 정부는 포괄적 접근을 해야 한다. 문제는 거시 경제적일뿐만 아니라 구체적이다. 즉 미시 경제적이다. 우리는 정부와 의회가 수출 확장, 생산성 증가 그리고 기술·임금 및 고부가가치 일자리 확대의 중요한 기회이기 때문에 전자 제품 산업에 대해 최우선적으로 고려할 것을 요구한다.”¹⁷⁸⁾

‘반도체 산업 협회(SIA, Semiconductor Industry Association)’의 월프(Alan WM. Wolff) 자문 변호사는 다음과 같이 증언했다.

“1970년 경 부터 수년에 걸쳐 일본 시장에 대해 진입하기 위해 공식적인 무역 장벽 제거에 대한 일련의 협상이 있었다. 드디어 1986년 시장 접근에 관한 세 가지 우선 협상이 타결되고 나서 행정부는 결과 지향적인 합의에 대해 협상했다. 우리는 목표가 있었으며, 결실을 맺었다 …… 일본은 미국 반도체 회사들에게 가장 중요한 해외 시장이다. 일본 시장에 대한 진입 없이 경쟁력을 갖출 수 없다. 일본 시장은 현재 2억\$ 이상의 규모이다. 우리는 개방적 무역을 선호한다. 우리는 시장 점유율을 높여 가고 있다. 우리는 장기간 관계에서 이득을 얻고 있으며, 일본 소비재와 컴퓨터에 내장되는 핵심 부품으로 자리 잡으면서 이득을 얻고 있다 …… 우리는 미국 정부가 필요한 후속 조치들에 힘써주기를 바란다. 미국 정부가 반도체 산업에 대해 했던 헌신했던 것을 전자 제품과 기타 다른 영역에서도 보다 광범위하게 하게 된다면 반도체 산업은 일본에서 보다 실질적인 성과를 볼 수 있을 것이다.”

178) *Ibid.*, pp.115-117.

그리고 이어서 ‘미국 보험 협회(AIA, American Insurance Association)’를 대표해서 출석한 보험 회사 처브(CHUBB)사의 모레인(Joseph A. Morein) 부회장은 다음과 같이 증언했다.

“세계에서 두 번째로 큰 일본 시장은 소수의 국내 대기업이 지배하고 있다. 상위 10개 회사가 비생명 보험 시장의 79%를 장악하고 있으며, 생명 보험 시장도 비슷한 수치를 보이고 있다 …… 상품 개발과 가격 책정에 대한 접근권이 해외 기업과 일본 기업에 함께 적용되고 있지만 해외 기업이 다른 규칙과 시장 관행 하에 운영되고 있는 영역이 있으며, 이는 해외 기업들에게 불리하게 작용하고 있다 …… 전체적으로 일본 보험보험 시장의 해외 기업 비중은 3% 이하인데 반해 미국 시장에서는 해외 기업의 비중이 12%를 넘는다. 미국 보험 협회는 일본 시장에서 경쟁을 개방하기 위해 구조적이고 법적인 장애물의 제거가 소비자와 보험 회사 모두에게 이익이 될 것이라고 믿는다 …… 실질적인 진전을 확보하기 위해서는 개혁을 위한 시간표가 필요하다. 이 시간표는 모든 보험 협의회 보고서에서 확인되는 법적 측면과 금융적 측면이 포함되어야 하며, 또한 생명 보험업과 비생명 보험업의 분리와 신상품 출시에 대한 반응이 즉각 이루어지는 과정과 등급 분류의 세심함 등에 대한 명시적 확인이 있어야만 한다.”

즉 연준과 더불어 재무부, 무역대표부 등에서도 국제적 거버넌스를 통한 환율 조정으로 무역 적자를 감축한다는 플라자 합의의 입장에서 벗어나, 상대국의 환율 조작을 감시하는 것과 더불어 상대국의 시장 개방을 중요한 목표로 삼고 있었다. 그리고 이미 플라자 합의에서 달러화의 가치가 평가 절하되어 있는 상황에서, 미국의 수출기업들과 금융 기업들도 수출 경쟁력 문제를 환율 조정보다는 일본 시장 개방을 위한 제도 개혁에 대해 드라이브를 걸어줄 것을 요구하는 것으로 선회했던 것이다. 따라서 미국은 양자적, 다자적 협상을 통해 일본에 대한 시장 개방 압력을 강화하기 시작했다. 따라서 무역 적자 해결을 위해 우루과이 라운드와 같은 다자적 협상에서 수출 보조금 폐지, 수입 제한, 관세 장벽 철폐 등과 같은 요구가 매우 중요했다. 그리고 양자적 협상에서는 필요한 경우 소위

‘슈퍼 301조’를 동원하여 직접 압박을 가하기도 했다. 반면에 달러화의 환율 문제는 상대국의 상품 시장, 자본 시장의 개방과 연계하여 미국의 금융화와 연결하기 시작했다.

그런데 금융의 이해관계에서 가장 중요한 것은 인플레이션의 회피였다. 인플레이션으로 인한 통화 가치의 하락이 금융의 입장에서는 가장 큰 적이었다. 볼커 전환이 인플레이션에 대한 금융의 총반격이었으며, 인플레이션이 진정되면서 미국의 금융화가 본격화되었던 것처럼 이 시기에서도 인플레이션 압력에 대해 연준은 민감하게 반응하게 되었으며, 이 과정에서 환율 정책에 대한 전환이 나타나게 된다. 이에 대해 다음 절에서 살펴 보도록 하겠다.

(3) 역플라자 합의 : 조정의 연기

1) 금융화의 진전과 강한 달러 정책으로의 선회

부시 행정부에 이어 클린턴이 대통령으로 취임하던 1993년, 미국경제는 18개월 동안의 경기 후퇴가 일단 마무리되었다. 그런데 정말 심각하게 문제가 나타난 분야는 정부 재정 적자였다. 1980년까지만 해도 21.7%에 머물렀던 GDP 대비 정부 순부채 비율이 1993년 46.4%까지 치솟았고, 이는 대다수 다른 선진 자본주의 경제의 산더미 같은 정부 부채와 결합되면서 이자율에 대한 상향 압력을 가중시켰다.¹⁷⁹⁾

이러한 상황에서 클린턴 행정부는 재정적자에 대해 감축할 것인지, 아니면 재정적자에 계속 의존할 것인지 선택해야했다. 만일 연방 재정적자를 감축하고자 한다면, 저금리와 재정 적자에 의존하여 경기 후퇴를 마감하고 막 상승 국면에 접어들기 시작한 경기 순환 주기가 지속되리라는 보장이 없었다. 반대로 적자 예산을 집행하여 정부 부채가 더욱 늘어난다면, 국채 이자율이 상승할 수밖에 없었으며, 그 결과 전반적인 이자율이

179) OECD, *Economic Survey of the United States 1992~1993*, Brenner, 2001, p.352에서 재인용

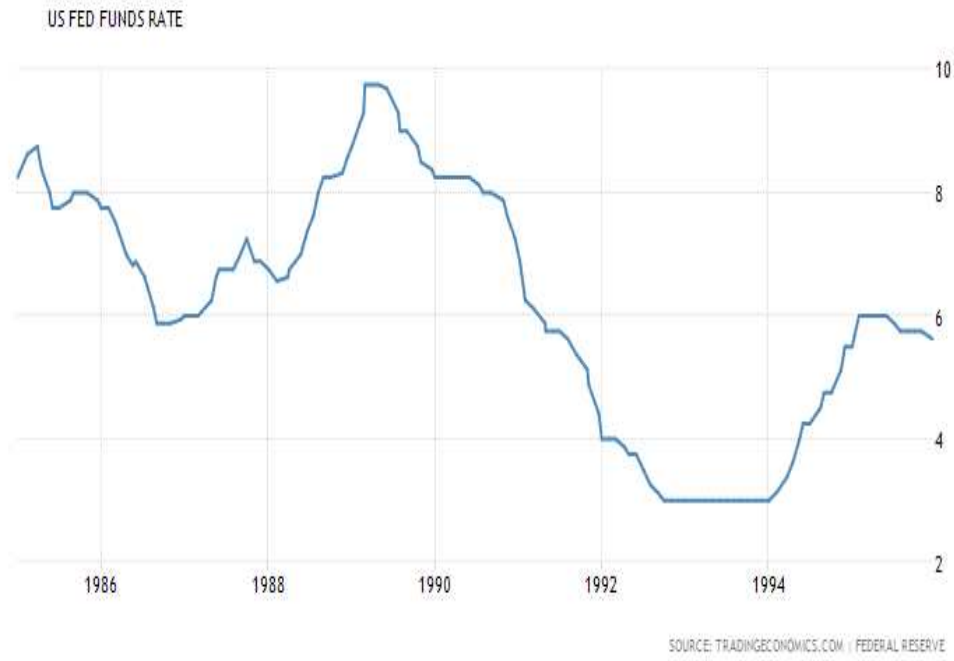
급격하게 상승할 가능성이 컸다. 이는 일본의 경제 상황과 직접적인 연관이 있었다. 재정 적자에 대해 미국이 발행하는 국채는 대미 무역에서 흑자를 보았던 일본 투자자들의 구매 비중이 매우 컸다. 그런데 문제는 클린턴이 취임하던 당시, 플라자 합의 이후 거품이 붕괴되면서 일본 경제가 경기 후퇴를 보이기 시작했다는 것이었다. 이로 인해 일본의 투자자들은 자국에 발이 묶이게 되었으며, 미 재무성 채권 구매를 확대할 여력이 없었으며, 그에 따라 미국은 정부 부채의 재원을 조달하는 것이 어려워진 것이었다.¹⁸⁰⁾

이에 대한 클린턴 행정부의 선택은 균형 예산이었다. 클린턴 행정부의 균형 재정은 국내 수요 억제를 통해 성취 가능한 것이었으며, 이를 위하여 임금 상승과 물가 상승을 억제하는 정책 수단이 요구되었다. 임금 상승과 물가 상승의 억제는 제조업의 이윤율 회복과 투자 주도의 성장을 위해 필요한 것이었다. 그리고 동시에 주가 상승으로 인한 이익과 대출 자산 가치 유지를 위해 인플레이션을 반대하던 금융 부문의 이해관계와 일치하는 것이었다. 그린스펀은 신용 긴축으로 클린턴의 균형 예산 정책을 지원했다.

1994년 2월에서 1995년 2월 까지 1년 동안 네 번이나 이자율을 인상했으며, 인상율도 1년에 3%나 되는 급격한 인상이었다. 이는 인플레이션을 통한 이윤 잠식에 대한 월가의 의구심을 모두 없애주는 것이었다. 1994년, 연준의 금리 인상으로 인하여 1995년 미국 경제는 일시적으로 후퇴하였지만, 연준이 다시 통화 팽창 정책으로 복귀한 1995년 중반 이후 다시 활력을 찾아 나가기 시작했다. 달러 평가 절하, 임금 억제 및 감세 조치 등으로 제조업 부문이 이윤율을 회복하면서 미국 경제에 전반적으로 긍정적인 영향이 있었다. 다음 <그림 4-4>가 1990년대 미국의 연방금리(federal fund rate) 변화추이이다.

180) Murphy, *op.cit.*, pp.272-274.

<그림 4-4> 미국 연방금리 변화 추이, 1985년~1995년



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1985년~1995년으로 설정)

그런데 문제는 다시 확대되고 있는 경상수지 적자였다. 플라자 합의와 루브르 합의 이후 미국의 경상수지 적자는 축소되기 시작했으며, 마침내 1990년 경상수지 균형에 도달했다. 이는 플라자 합의와 루브르 합의로 달러화를 평가 절하한 영향이 나타나기 시작한 것처럼 보였다. 그러나 1991년부터 경상수지 적자는 다시 급격하게 확대되었다. 경상수지 적자는 결국 자본계정의 흑자로 상쇄되어야 하는데, 경상수지 적자 확대에 대한 그린스펀의 설명을 통해 경상수지 적자에 대한 미국의 대응 변화를 확인할 수 있다.

“미국의 경상수지 적자의 역사적인 상승은 …… 연방 예산 적자설과 같이, ‘단독범’에 의한 설명이 가지는 매력은 없지만, 국제금융의 일상적인 현실에는 보다 잘 부합된다. 지난 10년 간 미국의 대외 적자가 증가한 것은 세계화에서 뚜렷이 나타나는 새로운 국면과 일치하는 듯 보인다. 이에 핵심적으로 기여한 요소는 소위 ‘홈바이어스(home bias)’¹⁸¹⁾의 감소와 미국 생산성 성장 속도의 현저한 증가이다 …… 1990년대부터 홈바이어스는 눈에 띄게 감소하기 시작했다 …… (이와 더불어) ‘위험 조정 투자회수율’에 대한 각국의 차이도 하나의 기여 요소가 되었을 것이다. 1995년 이래 미국의 생산성 증가율의 상승세(여전히 낮은 해외 수치에 비하면)는 분명 그에 따르는 위험 조정 기대수익률을 높였고, 이는 다시 세계 전역에서 미국에 기반을 둔 자산에 대한 수요를 다른 국가에 기반을 둔 자산에 비해 더 크게 증가하게 만들었다. 이것은 국경 너머 저축의 그토록 많은 부분이 어떻게 미국으로 향하게 되었는지 설명할 때 큰 도움이 된다.”¹⁸²⁾

이러한 그린스펀의 설명은 루브르 합의 이후 축소되던 경상수지 적자가 1990년 균형을 이룬 이후 다시 급격하게 확대되던 상황을 이해할 수 있게 한다. 즉 미국에서 금융화가 진전될수록 소위 위험 조정 투자회수율에 따라 국제 자본의 흐름은 미국으로 향하게 될 것이었다. 이러한 과정에서 미국의 ‘신경제’가 시작되었으며, ‘신경제’의 성과가 나타날수록 더 많은 국제 자본의 유입이 필요해질 것이었다. 따라서 금융화가 진행되는 과정에서 무역 적자에 대한 접근 방식이 국제 자본의 유입에 긍정적이지 않은 달러화의 평가 절하에서 국제적 거버넌스 혹은 양자 관계를 통한 무역 장벽의 제거, 보조금 지급 축소 등으로 전환하게 된 것이었다.

무역 적자 문제에 대한 정책이 달러화를 평가 절하했던 플라자 합의의 입장에서 해당국과의 양자적 협상 및 우루과이 라운드를 통한 다자적 협상으로 변화하면서 달러화의 환율 문제에 대한 입장 변화가 나타났다. 먼저 1994년, 하원의 ‘은행위원회’에서 개최한 ‘연준 통화 정책 반기보고서

181) 투자자가 자신의 저축을 수익성이 좀 더 높은 해외에 대한 투자를 하지 않고 자신의 모국에 투자하는 선택을 하는 경향을 말한다. 낮은 환경에 투자하는 것보다 자신이 익숙한 환경에 투자할 때 투자 리스크가 작다고 느끼는 편향을 의미한다.

182) Greenspan, *op.cit.*, pp.506-508.

에 대한 청문회(Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy-1994)'에서 그린스펀은 다음과 같이 증언했다.

“환율은 미국 경제에 있어 수입제품 가격과 수입제품과 경쟁하는 국내 제품의 가격뿐만 아니라 수출과 수입의 양에 대한 매우 중요한 함의를 갖는 핵심적인 가격이다. 또한 달러화의 가치는 인플레이션을 예측함에 있어 매우 유용한 시각을 제공해 줄 수 있다. 만일 우리가 적절한 통화 정책을 수행한다면 우리는 굳건한 경제 성장과 가격 안정을 얻을 수 있을 것이고, 그러면 이러한 경제적 결과는 달러 표시 자산이 국제 투자자들에게 여전히 매력적인 것이 될 수 있을 것이다. 이는 달러화가 세계의 으뜸가는 준비 통화로서 지속적으로 역할을 함에 있어 매우 중요한 요소이다.”¹⁸³⁾

그린스펀은 이 답변을 통해서 환율이 여전히 수출 경쟁력의 주요한 요소 중의 하나라는 점을 인정하고 있지만, 환율은 건전한 거시 경제 정책을 통해 관리되어야 한다는 점을 분명히 한 것이었다. 연준은 당연히 건전한 거시 경제 정책을 지지하는 입장이라는 점을 고려할 때, 이는 건전한 거시 경제 정책을 통해 달러 표시 자산의 매력에 상승하여 국제 자본이 유입된다면 그에 수반된 달러화의 평가 절상에 대해 연준은 용인할 수 있다는 입장을 간접적으로 피력했다고 할 수 있다. 금융 세력들의 이해관계에 직접적으로 연관이 있는 연준의 수장 그린스펀의 이러한 답변은 당시 금융화가 상당히 진척되었던 미국에서 금융 세력들의 선호가 국제 자본 유입이었다는 점을 시사한 것이었다.

그런데 한 해 뒤, 달러화의 가치가 가장 낮았던 1995년 1월, 1995년, 상원의 금융위원회가 개최한 ‘루빈 재무부 장관 임명 청문회(Nomination of Robert E. Rubin Hearing)’에서 뉴저지 주 상원의원 브래들리는 “당신은 재무부에서 환율 정책의 책임자였다. 지난 몇 년간 일본에 대해 취했던 약한 달러화 대 강한 엔화라는 접근법이 생산적인 결과를 가져왔다

183) Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, US House of Representative, *Federal Reserve's Semiannual Report on Monetary Policy-1994* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1994), p.20.

고 생각하는가?”라고 질문을 던졌다. 이에 대해 루빈 장관 후보자는 “미국 정부는 현재, 그리고 앞으로도 상당히 오랫동안 강한 달러가 미국에 매우 큰 이익이라고 믿는다. 미국은 환율을 경제 정책의 도구로 사용한 적이 없었다. 환율이란 시간이 지나면서 경제의 기본적 성과(fundamentals)를 반영하는 것이며, 미국 경제의 기본적 성과는 좋기 때문에 그를 반영하여 결과적으로 시간이 지나면서 달러화의 가치는 평가 절상 될 것이라고 믿는다.”라고 대답했다.¹⁸⁴⁾

경제 상황을 반영하여 환율이 결정될 것이라는 원론적 입장을 전제로 하고 있었지만, 플라자 합의 이후 일본이 엔고 불황에 시달리는 경기 침체로 소위 ‘잃어버린 10년’에 빠져 있었고, 미국은 신경제의 경기 호황이 시작된 상태에서, 경제의 기본적 성과를 반영하여 환율이 결정되어야 한다는 말은 사실상 달러화의 평가 절상이 필요하다는 입장을 피력한 것이었다. 이는 루브르 합의 이후 달러화의 추가적 하락을 저지하는 의미의 환율 안정이 재무부의 입장이었음을 감안할 때 큰 변화였다. 바로 루빈의 ‘강한 달러 정책(Strong Dollar Policy)’의 천명이었다.

그렇다면 이 시기 강한 달러, 즉 달러화의 평가 절상이 미국 경제에 주는 의미는 무엇이었을까? 달러화의 평가 절상은 미국이 수입하는 제품의 가격을 하락시켜 미국 경제에 있어 물가 하락 압력으로 작용하여 인플레이션을 방지할 수 있으며, 달러화의 지나친 평가 절하로 인하여 다른 국가들이 국제 기축통화인 달러화로부터 이탈할 가능성을 방지할 수 있었다. 특히 루빈은 일본에게 더 큰 시장 개방 압력으로 작용하는 것을 도와줄 수 있기 때문에 미국은 달러화의 추가적인 평가 절하를 마다하지 않을 것이라는 월스트리트의 외환 트레이더들 사이에 만연되어 있던 믿음을 잠재우고자 했던 것이었다. 루빈은 “미국은 달러화를 무역 정책의 도구로 사용한 적도 없었고, 앞으로도 없을 것”이라고 하면서 이러한 의도를 분명하게 했다.

184) Committee on Finance, Senate, *Nomination of Robert E. Rubin Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1995), p.10.

2) 엔화 가치의 급격한 상승과 역플라자 합의

미국 스스로 달러화의 평가 절상이 미국에 도움이 된다는 입장 변화를 보이고 있던 이 시기에, 국제적으로 달러화의 환율 변화에 영향을 끼치는 주요한 사건들이 나타났다. 멕시코의 페소화 위기와 일본 엔화의 지속가 능하지 않은 가치 상승이 바로 그 사건들이었다.

흔히 ‘데킬라 위기’라고 부르는 멕시코 페소화 위기는 1994년 12월, 멕시코가 페소화를 급격하게 평가 절하 한 이후 발생한 중남미의 공황을 일컫는다. 1980년대 초의 부채 위기의 해결책으로 1989년 ‘브래디 채권(Brady Bond)’이 제안되었다. 브래디 채권은 볼커 전환의 여파로 멕시코를 비롯한 제3세계의 부채위기 해결 과정에서 1988년 말, 전 미 재무부장관 브래디가 시장 지향적이고 다양한 옵션을 제공하며 채무 삭감 방식을 도입한 새로운 외채 조정 방안인 ‘브래디 플랜(Brady Plan)’에서 제안되었다. 브래디 플랜에 의해 각국의 채권은행은 메뉴 방식의 다양한 옵션을 가질 수 있었고, 채무국은 외채문제 해결의 전기를 마련할 수 있었다. 브래디 플랜에 의해 발행되는 브래디 본드는 고정 금리, 스텝 금리, 변동 금리 등 다양한 금리 형태를 취하면서, 만기는 대개 30년의 장기채권이 며, 미 재무부 제로 쿠폰채가 담보로 제공되었으며, 환매나 콜 옵션 조건이 제공되었고, 채권 금액이 일부 삭감되었다. 동 방식에 의한 채무삭감 및 채무재조정을 위해서 채무국은 IMF의 구조조정 프로그램을 이해해야 했다. 브래디 본드는 경직된 상업 차관(신디케이트 론)을 유연한 채권으로 변화시켰으며, 채권은행들은 대출채권의 유통시장이 마련됨으로써 부실 채권을 정리할 수 있는 수단을 갖게 되었던 것이다.¹⁸⁵⁾

그런데 멕시코는 브래디 채권을 통한 외채의 해결 과정에서 외채의 일부를 탕감 받았음에도 불구하고 상환해야 할 외채의 원리금은 여전히 상당한 규모였다. 특히 1994년에 멕시코의 총 외채는 1,426억\$에 달했는데, 이는 멕시코 GDP의 37.8%에 달하는 엄청난 액수였다. 그 해에 상환해야 하는 외채 원리금 역시 210억\$로, 멕시코 총 수출액의 26.9%에 달하는

185)김영석, “중남미 외채문제와 브래디 본드,” 『이베로아메리카』 제2집 (2000), pp.71-72.

액수였다.¹⁸⁶⁾

당시 멕시코는 1990년대 초부터 개방화를 시도한 결과, 경상수지 적자가 지속적으로 누적되어 왔다. 질 좋은 선진국 제품에 비해 멕시코 제품의 경쟁력이 떨어졌기 때문에 무역 적자는 확대되었고, 외채의 원리금 상환 부담은 여전히 큰 상황에서 경상수지 적자가 지속적으로 나타나게 되었던 것이다. 멕시코는 이러한 경상수지 적자의 누적을 해결하기 위해 자본자유화 정책을 선택하게 되었으며, 그 결과 상대적으로 높은 멕시코의 이자율을 노리는 많은 단기 자금들이 멕시코로 유입되었다. 그런데 멕시코는 1988년 이후 시작된 금융기관 민영화 정책으로 1991~1992년 18개 은행에 대한 민영화가 단행되었으며, 그 결과 민간부문에 대한 신용은 1994년까지 급속도로 확대되었다. 상업은행 대출은 연 25%, 주택금융은 연 67%, 신용카드는 연30%씩 증가하였다. 이러한 과다 대출은 결국 부실대출의 문제를 야기하였다.¹⁸⁷⁾

이러한 상황에서 멕시코로 유입되던 단기 자금들이 멕시코의 경상수지 적자의 누적과, 미국의 이자율 인상 등으로 인하여 급격하게 유출되기 시작하자, 폐소화에 대한 투기적 공격까지 시작되었다. 이에 멕시코 정부는 외환준비금으로 환율 방어에 나섰지만 역부족이었다. 설상가상으로 치아파스 지역의 무장 봉기가 발생하면서 멕시코 정부는 12월, 폐소화에 대한 방어를 포기하게 되었으며, 결국 평가 절하를 결정하게 되자 외국 자본의 유출은 더욱 심각해져 폐소화 가치는 급락하게 된다.¹⁸⁸⁾ 1994년 12월에서 1995년 3월까지 폐소화는 50% 이상 절하되었으며, 그로 인하여 부실대출의 문제를 안고 있던 은행들의 자기자본 비율은 급격하게 떨어지게 되었으며, 상당수 은행이 도산 위기에 처하게 되었다.¹⁸⁹⁾

미국은 ‘데킬라 위기’가 발생하기 직전이었던 1994년 1월, 멕시코, 캐나다와 ‘북미자유무역협정(NAFTA, North America Free Trade

186) 이내영, “폐소화 위기의 원인과 멕시코의 대응, 그리고 그 이후 - 한국에의 교훈,” 『아태연구』 제5권, 1998, p. 91.

187) 김경수, “멕시코 경제위기의 교훈,” 『라틴아메리카 연구』 제13권 1호, 2000, pp.268-269.

188) 이내영, *op.cit.*, p. 94.

189) 김경수, *op.cit.*, pp. 269-270.

Agreement)’를 맺었다. 의회의 반대를 무릅쓰고 ‘북미자유무역협정’을 관철시켰던 클린턴과 그린스펀은 이 위기에 직접 개입하기로 결정했다. 클린턴과 그린스펀이 제안한 멕시코에 대한 구제 방안에 대해 미국 의회는 예산으로 지원하는 것을 거부했다. 결국 재무부와 IMF 자금을 이용해 멕시코에 400~500억\$의 차관을 지원하고 3번에 나눠 상환받기로 하였다. 그러나 멕시코에 필요한 자금의 규모는 수천억 달러였기에 이것만으로는 멕시코의 혼란을 잠재울 수 없었지만, 미국의 금융가들은 이 지원을 통해 구제받을 수 있었다. 가난한 멕시코 국민들이 집과 전 재산을 잃었던 한 해 동안 시티은행은 8,100만 달러, J.P.모건은 4,000만 달러, 뱅크오브아메리카는 1,000만 달러, 체이스맨해튼은행은 700만 달러를 벌어들였다.¹⁹⁰⁾

멕시코의 데킬라 위기 해결 과정에서 미국은 국제정치경제 시스템의 안정을 위해 나섰다. 그런데 문제는 이 과정에서 미국에 투입되었던 일본 자금의 본국 회귀가 나타났던 것이었다. 플라자 합의와 루브르 합의 이후 일본의 저금리와 고평가 된 엔화는 소위 ‘엔 캐리 트레이드(Yen Carry Trade)’를 불러왔다. 즉 일본에서 대출받은 자금이 미국의 달러 표시 자산으로 향했던 것이다. 그러나 1980년대 말, 1990년대 초, 일본의 거품 붕괴는 일본 은행들에게 총 대출의 10%에 이를 것으로 추정되는 엄청난 부실채권을 인수하게 만들었다. 때문에 거품 붕괴 이후 많은 금융기관들이 파산했으며, 자산 디플레이션과 심각한 금융경색(credit crunch)으로 일본은 ‘잃어버린 10년’이라는 장기 경기 침체에 빠지게 되었다. 따라서 ‘엔 캐리 트레이드’로 미국에 머물렀던 일본 자금들은 금융 경색에 따라 대출 자금의 변제를 목적으로, 혹은 대차대조표의 개선을 목적으로 미국에서 다시 일본으로 회귀하게 되었다. 그리고 1993년, 1994년의 소위 ‘엔고 불황’ 시기를 거치면서 또 다시 일본으로 회귀하는 자본 유출이 나타났다. 그런데 멕시코의 데킬라 위기 직후 달러화가 평가 절상되면서 또 한 번의 (미국으로부터) 일본 자금 유출이 나타나게 되었다. 미국으로부터의 일본 자금 유출은 결국 달러화를 팔고 엔화를 매입하는 것이었기에,

190) Batra, *op.cit.*, pp.203-205.

이러한 미국으로부터의 일본 자금 유출로 인하여 엔화는 일본의 장기적인 경기 침체에도 불구하고 평가 절상되는 과정을 겪게 되었던 것이다.

미국은 일본과의 무역 적자 문제 해결을 위해 1980년대부터 꾸준히 협상을 진행하고 있었지만 일본의 시장 개방 속도는 미국의 입장에서 만족스러운 것이 아니었다. 특히 1993년 12월, 우르과이 라운드 협상이 타결되었음에도 불구하고 미국과 일본 간의 무역 긴장은 해소되지 않았다. 1994년 겨울까지 클린턴 행정부가 '양적 목표(quantitative targets)'에 대해 일본을 압박하면서 미국과 일본 간의 양자 관계는 악화되었다. 1994년 3월, 클린턴 행정부는 지난 부시 행정부에서 기간이 만료되었지만 갱신되지 않았던 슈퍼 301조를 행정 명령(executive decree)으로 재 도입했다.

미국은 일본과의 양자 무역 균형과 일본의 개별 항목 수입 규모조차도 양자 협상의 정당한 목표라고 주장했다. 미국은 만일 일본이 대규모 양자 무역 불균형이라는 '불공정 무역 관행'에 대해 미국이 만족할만한 언급을 하지 않는다면 (처벌적 관세와 같은) 보복을 할 수 있다고 위협했다. 재 도입된 슈퍼 301조가 1995년 1월에서 4월까지 미국 자동차와 부품 산업에 대해 일본 시장을 개방하기 위한 토론의 근거가 되었다. 이 협상 과정은 한 치의 양보도 없이 팽팽하고 때로는 험악하게 진행되었다.

1994년, 미국의 경제 지표는 미국 경제의 성장이 지속되고 있다는 신호를 보여주었다. 그렇지만 엔-달러화, 마르크-달러화 환율의 변동성이 확대되었으며, 달러화의 평가 절하가 다시 추세적으로 나타났다. 달러화의 가치를 평가 절상시키려는 노력은 1994년 5월에 시작되었다. 1994년 봄, G-7 국가들과 시장에 대한 미국 재무부의 주장은 달러화의 평가 절하가 근본적인 경제 펀더멘털에 의해 정당화될 수 있는 수준을 넘어섰다는 것이었다. 일본과 독일은 이러한 분석에 동의했으며, G-7 국가들 내에서도 미국의 경제적 상황에 비추어 달러화는 평가 절상되어야 한다는 합의가 있었다. 그러나 이러한 시장에 대한 구두 개입에도 불구하고 달러화는 잠시 평가 절상된 후 곧 평가 절하 추세로 회귀했다. 시장은 G-7 재무부 장관들과 중앙은행장들의 분석을 거부한 것이었다. 특히 미국 무역

대표부는 일본 시장이 본질적으로 폐쇄되어 있어 미국의 무역 수지 적자에 악영향을 주고 있다고 노골적으로 불만을 표출하였다. 이는 미국이 약한 달러를 선호할 것이라는 신호를 시장에 준 셈이었다.¹⁹¹⁾

1994년 9월 27일 ‘미국 연방 공개 시장위원회(FOMC, Federal Open Market Committee)’ 회합에서 연준이 이자율을 동결하게 되자 통화 정책에 대한 연준의 입장이 물가 압력을 막기에 부적절하다는 시장 참여자들의 우려가 점증하기 시작했다. 특히 미국의 단기 이자율과 장기 이자율이 해외 이자율에 비해 낮은 상태에서, 시장 참여자들은 이러한 금리 격차가 1994년 동안 달러화 평가 절하의 원인이라고 인식하고 있었기 때문에, 연준이 이자율을 동결하는 결정을 하게 되자 시장 참여자들은 향후 달러화가 추가적으로 평가 절하될 수 있다는 신호로 받아들여지게 된 것이었다.

10월 25일, 1 달러 당 96.40 엔과 1.4860 마르크로 마감된 달러화의 가치는 연중 가장 낮은 수준을 기록했다. 이렇게 달러화의 약세가 지속되자 1994년 10월 31일에서 1995년 5월 31일 사이에, 미국은 G-7 국가들과의 협력적 개입에 대한 동의를 구하였으며, 통화 당국은 이후 4차례 외환 시장에 개입했다. 11월 2일, 뉴욕 연준 외환 창구는 마르크와 엔화 대비 각각 8억 달러를 매입했다. 개입과 더불어 번스텐 재무부 장관은 “나는 달러화의 최근 움직임이 미국의 강력한 투자주도 회복을 보이고 있는 경제 펀더멘털과 세계에서 경쟁하는 미국 기업들의 크게 강화된 능력에 부합하지 않다고 믿는다. 정부는 낮은 인플레이션 하에서 경제 능력을 확장하고 회복을 지속하는 건강한 경제 정책에 전념하고 있다. 최근 외환 시장 추세의 지속은 미국과 세계 경제의 생산 향상에 도움이 되지 않을 것이다. 더 강한 달러화는 인플레이션 압력을 약화시키고 미국인들의 생활수준을 개선하며 투자를 촉진할 것이다. 우리는 G-7 국가들과 협력하여 향후의 전개과정을 긴밀하게 감시할 것이다.”라고 이야기했다. 이러한 번스텐 장관의 입장에 대해 독일의 분데스뱅크 티트메이어(Hans

191) Andrew Baker, “American power and the dollar: The constraints of technical authority and declaratory policy in the 1990s,” *New Political Economy*, Vol.11, No.1 March 2006, p.34-35.

Tietmeyer) 총재는 “번스텐 장관의 이야기는 시장에서 달러화의 가치를 경제 펀더멘털에 부합하게 할 것”이라고 했다.¹⁹²⁾ 이는 달러화의 추가적인 평가절하를 저지하고자 하는 것뿐만 아니라 마르크-달러 환율의 방향성이 달러화의 평가 절상/마르크화의 평가절하 추세로 전환되는 것이 바람직하다는 입장 표명이었다.

하루 뒤인 11월 3일, 뉴욕 연준은 다시 시장에 개입하여 마르크화와 엔화에 대하여 각각 5억 달러를 매입했으며, 외환 시장은 1 달러 당 97.73 엔과 1.5185 마르크로 마감되었다. 11월 15일, FOMC 회합에서 연준은 시장의 예상을 뛰어 넘는 0.75%의 급격한 이자율 인상을 결정했다. 향후 추가적 금리 인상까지 예상이 되자 시장 참여자들은 미국의 금리 인상이 달러화의 평가 절하 리스크를 상쇄할 수 있을 것이라는 기대를 갖고 달러 포지션 축적에 나섰으며, 이에 11월 말까지 달러화는 평가 절상되었다. 그러나 12월에 들어서 멕시코의 ‘데킬라 위기’로 폐소화가 30% 평가 절하되었으며, 그 여파로 달러화도 평가 절하되었다. 통화 당국은 두 차례 시장 개입을 하여 마르크화와 엔화 대비 26억 달러를 매입했다. 시장 개입은 재무부의 ‘외환안정기금(ESF, Exchange Stbilization Fund)’과 연준이 각각 절반씩을 부담하였다.

1995년 1월, 멕시코의 데킬라 위기로 미국의 무역 적자가 확대될 것으로 예측되었으며, 캐나다의 금융 시장도 취약함을 드러내면서 국제 투자자들은 멕시코뿐만 아니라 달러 표시 자산을 포함하여 북미 지역 투자를 회피하기 시작했다. 특히 클린턴 행정부의 멕시코 구제 금융안이 의회에서 부결될 것으로 보이자 북미 지역에 대한 투자 회피 심리는 더욱 커졌다. 천천히 평가 절하되던 달러화가 2월 17일부터 주요 무역 상대국 통화, 특히 일본 엔화에 비해 평가 절하 폭이 급격하게 확대되었다.

멕시코에서 위기가 발생하는 동안 엔화 가치는 사상 최대로 상승했으며, 달러화 가치는 루브르 합의 이후 최저치로 떨어졌다. 만일 엔화 가치가 더욱 상승하여, 일본 경제의 위기를 심화시킨다면 이는 멕시코의 ‘데

192) Board of Governors of Federal Reserve System, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin Mar 1995, p.245.

킬라 위기'가 국제금융통화체제에 야기한 어려움과는 비교할 수 없는 충격이 될 수 있는 문제였다. 일본의 위기가 발생한다면 일본은 자신들의 위기를 해결하기 위해 미국이 경상수지 적자와 재정 적자를 메우기 위해 발행했던 미국 재무부 채권을 매각하여 유동성을 확보하고자 했을 것이 분명했다. 이는 달러화의 가치를 더욱 하락시키게 될 것이 분명했으며, 이로 인해 각국들이 연쇄적으로 달러화 자산을 매각하기 시작한다면 달러화로부터의 이탈이라는, 미국 패권을 직접 뒤흔드는 문제로 파급될 수 있는 것이었으며, 국제기축통화 달러화의 위상이 심각하게 위협받는 사안이 될 것이었다. 즉 패권국 미국의 가장 근본적 이익이 무너지는 문제가 될 수 있는 것이었다. 뿐만 아니라 미국 국내 경제에 있어서도 일본의 미국 자산 매각은 금리 인상을 촉발할 수 있으며, 이는 겨우 회복세를 보이고 있던 미국 경제를 다시 불황으로 이끌 수 있는 것이었다.

특히 일본은 자국 은행들의 위기에 대해 호소했고, 이 위기가 현실이 된다면 미국 경제에 직접적이 위협이 될 것이라는 점을 강조했다. 일본 은행들이 대외 부채를 회수하고 미 재무부 채권을 현금화하기 시작했기 때문에, 미국의 이자율은 올라가기 시작했고, 이로 인하여 미국의 경기 침체가 야기될 수 있었는데, 이는 재선을 앞둔 클린턴 정부에게 큰 부담이 될 수 있는 것이었다. 멕시코의 '데킬라 위기'를 미리 알아차리지 못했던 미국은 일본의 메시지를 수용했다.

이미 1월에 루빈이 강한 달러가 미국의 이익에 부합한다는 천명을 했던 미국은 G-7 국가들과, 특히 독일, 일본과 함께 협력적 시장을 통해 엔화의 평가 절하 즉 달러화의 평가 절상으로 추세를 전환하고자 했다. 2월 말에 들어와서는 달러화의 평가 절하가 더욱 빨라지게 되었다. 3월 2일 아침, 달러화가 마르크화와 엔화 대비 급격하게 평가 절하되자 미국 통화당국을 대표해서 뉴욕 연준은 외환 시장에 개입하여 3억 달러를 매입하여 엔화와 마르크화 대비 달러화의 가치를 지지하고자 했다. 3월 3일에는 유럽의 중앙은행들도 외환 시장에 협력적 개입을 하였으며, 뉴욕 연준 역시 이틀째 시장에 개입했다. 루빈은 미국의 시장 개입을 확인해주었으며, 달러화의 최근 평가 절하에 대해 “강한 달러화가 미국의 이익이다. 그것

이 우리가 시장에서 다른 국가들과 협력하여 행동했던 이유이다. 정부는 예산 적자를 더욱 감축하는 것을 포함하여 경제 펀더멘털 강화에 대한 여러 가지 일들을 지속하고 있다.”라고 했다. 3월 3일 하루 동안 뉴욕 연준은 마르크화 대비 4억5,000만 달러, 엔화 대비 3억7,000만 달러를 매입했다. 그러나 미국 통화 당국의 개입에도 불구하고 달러화는 지속적으로 평가 절하되었다. 3월 8일, 그린스펀과 루빈이 달러화의 가치를 지지하겠다는 추가적인 언급이 있고 나서야 달러화의 평가 절하 추세는 진정되고 안정을 찾을 수 있었다.¹⁹³⁾

반면 멕시코의 금융 시장은 심각한 변동성을 보여주었다. 1월 31일 클린턴은 IMF와 BIS를 포함하여 멕시코에 대한 478억 달러의 신규 구제 금융 패키지를 발표했다. 그럼에도 불구하고 멕시코 금융 시장은 안정되지 않았다. 1월에 연준과 멕시코가 스왑협정을 체결하였으며, 2월 21일에는 구제 금융 패키지 중 미국이 부담하기로 한 200억 달러에 대한 사인이 이루어졌으며, 멕시코가 미국 재무부와도 스왑 협정을 체결하고 나서야 멕시코 금융 시장은 안정되기 시작했다. 멕시코는 10억 달러의 스왑자금을 연준으로부터 용자받았으며, 재무부의 외환안정기금으로부터 단기 10억 달러와 중기 30억 달러, 총 40억 달러를 용자받았다. 이는 클린턴 행정부가 멕시코에 제공하겠다고 했던 총 200억 달러 상당 구제 금융 패키지의 일부였다.

그러나 멕시코 금융 시장의 안정에도 불구하고 달러화의 평가 절하와 엔화 및 마르크화의 평가 절상 추세가 다시 재개되었다. 1995년 4월 3일, 뉴욕 연준은 도쿄, 싱가포르, 홍콩 그리고 시드니 시장에서 엔화 대비 5억 달러를 매입했으며, 같은 날 뉴욕 시장에서 마르크화 대비 7억5,000만 달러를, 엔화 대비 2억5,000만 달러를 매입했다. 달러-엔화 조작(operation)은 일본은행과 협력적으로 이루어졌다. 루빈 장관은 외환 시장 개입을 확인해주면서 “정부는 강한 달러가 미국의 이익이라고 믿고 있으며, 정부는 강하고 안정적인 통화를 유지함에 있어 궁극적으로 중요한

193) Board of Governors of Federal Reserve System, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin Jun 1995, p.585-589..

펀더멘털 강화에 계속 전념할 것이다.”라고 했다. 하루에 외환 시장에서 15억 달러를 매입했음에도 불구하고 이날 달러화의 가치는 1 달러 당 86.10 엔과 1.3722마르크로, 전일과 비교하여 약간 더 평가 절하되었다. 4월 5일, 뉴욕 연준은 분데스뱅크, 일본은행과 함께 다시 시장에 개입하여 마르크화 대비 8억5,000만 달러, 엔화 대비 2억5,000만 달러를 매입했다. 이날 루빈은 “강한 달러가 우리와 세계의 이익이기 때문에 사실상 여러분들은 강한 달러에 대한 공유된 악속을 보고 있는 것이다.”라고 협력적 개입을 밝혔다. 4월 5일, 지난 사흘 동안 두 차례의 개입에도 불구하고 달러화의 평가 절하 추세는 멈추지 않았다. 뉴욕에서 1 달러 당 86.2 엔으로 마감한 이날의 엔-달러 환율은 그 주 초 엔화가 역사상 최고로 평가 절상되었던 엔-달러 환율에서 겨우 0.5 엔 변화한 것이었다.¹⁹⁴⁾

엔화의 평가 절상을 저지하기 위해 일본은 4월 14일, 긴급 경제 계획을 발표했으며, 일본은행은 이자율을 0.75% 낮추어 1%로까지 인하했다. 이자율 인하에도 불구하고 대다수의 외환 달러들은 이날의 재정 조치와 탈규제 조치들이 특단의 조치가 되기에는 미흡한 것으로 간주했으며, 때문에 달러화의 평가 절하/엔화의 평가 절상 추세는 거의 변하지 않았다. 그리고 미-일 간의 자동차 무역 대화에 진전이 나타나지 않았기에 미국 관리들은 일본에 대한 무역 제재의 가능성을 공공연하게 제기했으며, 이로 인해 달러화에 대한 평가 절하 압력은 더욱 강화되었다. 결국 4월 19일, 달러화의 가치는 새롭게 저점을 갱신했고, 엔화는 심리적 마지노선으로 여겨졌던 1 달러 당 80 엔 선이 무너져 79.75 엔에 이르렀다. 당시 마르크화 역시 1 달러 당 1.3472 마르크로 3월 8일의 역사적 기록을 갱신했다. 당시 ‘구매력 평가 지수(PPP, Purchasing Power Parity)’ 기준으로 환산한 엔-달러 환율은 대략 1 달러 당 125 엔이었다. 이러한 엔화의 고평가는 일본 금융 시장을 붕괴 위험으로 몰아가는 것이었다. 이미 1993년에서 1995년까지 엔고 불황이라는 고통을 겪고 있던 일본 경제가 훨씬 더 심각한 불황으로 빠져 들어갈 수도 있는 상황이 되었다. 이 당시

194) Department of the Treasury, *Interim Report to the Congress on International Economic and Exchange Rate Policy*, August 1995, pp.12-13.

의 엔화 가치는 일본 기업의 입장에서 볼 때 ‘가변 비용(variable cost)’조차 충당할 수 없는 수준이었던 것이다.

상황이 이렇게 되자 일본 시장 개방을 놓고 압박을 가하고 있던 미국의 무역 관리들은 일본에 대해 더 이상의 압박을 중지했다. 자동차 부품 시장 개방을 둘러싸고 오랜 기간 진행되었던 미일 간의 논쟁이 1995년 7월, 외국 산 자동차와 부품을 더 큰 폭으로 달러들이 보유하는 것을 장려하면서 수입에 대한 관료적 제약을 단순화할 것이라는 일본 측의 약속만을 받고, 구체적인 숫자상의 목표 설정 없이 서둘러 봉합되었다. 향후 1년 동안 일본에 대한 슈퍼 301조를 적용하는 잠재적인 새로운 발화점은 무시되었다. 미국 코닥 제품의 일본 판매 부진에 따른 코닥과 일본의 후지필름 사이의 장기간에 걸친 뜨거운 논쟁은 결국 ‘세계무역기구(WTO, World Trade Organization)’에 제소하는 것으로 막을 내렸다. 코닥과 후지필름의 갈등은 미국-일본 간의 무역 분쟁에서 상징성이 매우 컸던 갈등이었다.¹⁹⁵⁾

골드만삭스의 공동회장 출신이었던 당시 미국 재무부 장관 루빈은 자신의 인맥을 활용하여 월스트리트에 달러화의 평가 절상 필요성을 강조했다. 1995년 엔화의 기록적 평가 절상에 대해 일본 재무성 역시 직접 시장에 개입했다. 일본은행(BOJ, Bank of Japan)은 달러화의 대량 구매를 시작하여, 200억 달러의 미 재무부 채권을 구매했다. 간접적 방식의 구매까지 포함하면 1995년 1월에서 5월 사이에 발행한 미 재무부 채권의 약 절반 정도를 구매했다. 뿐만 아니라 일본은행은 일본의 민간 회사들도 미 재무부 채권 구매에 동참할 것을 재촉했다.

G-7 재무장관들과 중앙은행 총재들은 4월 말, 환율 움직임을 질서 있게 역전-달러화의 평가 절상/엔화의 평가 절하-시킬 것에 합의했다. 엔화 붕괴 직후인 4월 22일, 긴급한 전화 통화를 통해 외환 시장에 대한 협력적 개입을 통해 엔-달러 환율을 안정시킬 것에 대해 합의한 데 이어, 4월

195) Ronald McKinnon, Kenichi Ohno, Kazuko Shirono, “The Syndrome of the Ever-Higher Yen, 1971-1995,” Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds., *Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues*, NBER-EASE Volume 7, p.350.

25일 워싱턴에서 재무부 장관과 중앙은행장들의 G-7 회합이 열렸다. 이 회합에서는 외환 시장에서 나타나고 있던 엔화의 평가 절상에 대해 우려를 표명했으며, 엔화의 평가 절상 수준이 주요 선진국들 내에서 근본적인 경제적 조건에 의해 정당화될 수 있는 수준을 넘는 움직임이라는 데에 모두 동의했다. 따라서 엔화의 강세와 달러화의 약세에 대한 질서 있는 역전의 움직임이 바람직하며, 이는 국제 무역과 투자의 지속적 확장과 공동의 목표인 인플레이션이 아닌 지속적 성장에 도움이 될 것이라고 선언했다. 또 각 국가들이 내적 불균형과 외적 불균형을 감축시키려는 노력들을 강화하고 외환 시장에서 밀접하게 협력할 것에 대해 합의했다.¹⁹⁶⁾ 합의의 주요한 내용은 엔-달러 환율을 달러당 100엔 선으로 회복시키고, 미국은 일본에 대해 통상압력을 상당기간 보류하는 대신, 일본은 저금리 정책을 견지함으로써 미-일 간 금리차를 4% 이상으로 유지하고, 내수확대를 위해 재정 확대정책을 채택한다는 것이었다.¹⁹⁷⁾

4월 25일의 회합 이후 5월 11일 미국 하원의 예산위원회가 일련의 적자 감축 조치들을 승인했으며, 이로 인해 미국 재정 전망에 대해 낙관적 전망이 늘어나게 되었다. 유럽 시장에서는 대규모 아시아 계정에서 달러화를 매입했다는 보고서가 나오면서 단기 포지션으로 달러를 보유했던 투자자들의 우려가 완화되었다. 이러한 분위기에서 5월 11일과 12일 이틀 동안 달러화는 기술적 저항선을 뚫고 상승했으며, 달러화의 평가 절상에 대한 기대 심리가 확산되었다. 5월 31일, 연준은 또 다시 G-10 국가들과 협력적 시장 개입을 하여 마르크화와 엔화 대비 각각 5억 달러를 매입했다.¹⁹⁸⁾

7월에 들어와서도 시장 개입은 지속되었다. 7월 7일, 1 달러 당 86.20 엔에 도달했을 때, 뉴욕 연준은 다시 엔화 대비 3억3,330만 달러를 매입

196) Group of 7, "G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors Statement," from the meeting in Washington D.C. on April 25, 1995. (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/g7dcfin.htm>)

197) 홍찬선, 『주식자본주의와 미국의 금융지배전략』 (서울: 도서출판 무한, 2000), p.51.

198) Board of Governors of Federal Reserve System, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin, Sep 1995, p.834-835.

했으며, 이는 일본 통화 당국과 협력하여 이루어졌다. 이날 엔-달러 환율은 1 달러 당 87.15 엔을 기록했다. 그리고 8월 2일, 연준은 역시 일본 통화 당국과 협력하여 엔화 대비 5억 달러를 매입했다. 그리고 일본이 해외 투자를 촉진하는 조치를 발표하자 환율에 대한 시너지 효과로 엔-달러 환율은 1 달러 당 90.99엔을 기록하였다. 루빈은 이날 “우리는 일본 통화 당국의 자본 통제를 철폐하는 조치를 환영한다. 이러한 행동들과 우리의 공동 노력은 4월 25일 G-7 성명과 부합한다.”고 논평했다. 8월 15일에도 뉴욕 연준은 일본 통화 당국 및 독일의 분데스뱅크와 협력하여 런던, 프랑크푸르트, 뉴욕에서 엔화 대비 3억 달러를, 마르크화 대비 4억 달러를 매입했다. 이날 마르크-달러 환율과 엔-달러 환율은 1 달러 당 1.4765마르크와 1 달러 당 96.81 엔을 기록했다. 7월과 8월에 일본도 몇 가지 조치를 추가했다. 7월 7일 일본은행은 1일 콜금리를 역사적 최저 기록인 0.75%로 낮추었으며, 8월 2일 일본 대장성은 만기가 더 늘어난 비엔화 표시 대출에 일본 금융 기관이 완전히 참여할 수 있게 허용하는 등 일본의 해외 투자를 장려하는 탈규제 조치들을 발표했다. 8월 15일에는 기대보다 낮은 일본 무역 흑자 발표에 따라 달러화는 도쿄 시장에서 1달러 당 94.50 엔을 넘어섰다. 이 수치는 지난 5년 간 달러화의 평가 절하 추세가 반전되는 변화를 의미하는 중요한 기준점이었다. 세 일본 금융 기관의 실패에 대한 당국의 발 빠른 대처로 부실대출 문제와 취약한 일본의 금융 문제를 일본이 해결할 수 있다는 신뢰가 증가하게 되었다. 이어 일본 대장성은 해외 투자를 금지했던 생명 보험 회사들에 대한 규제를 완화했으며, 이들은 9월까지 42억 달러의 미재무부 채권을 구매했다.¹⁹⁹⁾ 이러한 노력들 속에서 8월 30일, 지난 7개월 간 엔화가 가장 평가 절하된 1달러 당 99.4 엔을 기록하게 되었으며, 드디어 9월 20일, 104.68 엔을 기록하게 되었다. 7월과 8월, G-7 국가들 역시 달러화의 평가 절상을 위한 협력적 개입을 했으며, 일본과 독일은 이자율을 낮추었다. 10월 7일, G-7의 재무부 장관, 중앙은행장 회합에서 4월 이후에 시작된 주요 통화들의 움직임에서 질서 있는 역전이 나타났음을 환영하고, 이러한 추세가

199) John B. Judis, “Dollar Foolish,” *The New Republic*, 9 December 1996, pp. 2-3. (<https://newrepublic.com/article/74907/dollar-foolish>)

경제 펀더멘털에 부합하는 것으로 이를 지속하기 위하여 노력할 것을 재 확인했다.²⁰⁰⁾

결국 이러한 과정을 통해 달러화는 평가 절상 되기 시작했으며, 엔화는 일본의 저금리와 맞물려 평가 절하 되기 시작했다. 1995년 4/4 분기에 들어와 미국 통화 당국은 더 이상 시장 개입을 하지 않았지만, 4/4분기 말까지 달러화의 가치는 일정한 범위 내에서 변동하는 안정성을 보였다. 1995년, 멕시코가 미 재무부 ‘외환안정기금’과 연준으로부터 스왑 협정으로 대부했던 자금 중 3억5,000만 달러를 변제했으며, 새롭게 스왑 협정을 갱신했다. 결국 1995년 말 외환시장은 1 달러 당 1.4339 마르크와 1 달러 당 103.20 엔으로 마감되었다.²⁰¹⁾

이렇게 엔화의 평가 절상과 달러화의 평가 절하 추세에 대해 협력적 시장 개입을 통해 엔화의 평가 절하와 달러화의 평가 절상 추세로 반전을 이루어 낸 과정이 역플라자 합의였던 것이다. 역플라자 합의가 있었던 1995년, 달러화의 가치는 마르크화 대비 7.4% 하락했으며, 일본 엔화 대비 3.7% 상승했다. 미국 통화 당국은 3월부터 8월까지 외환 시장에 8차례 개입하여 총 약 66억 달러에 해당하는 마르크화와 엔화를 매입했다. 이러한 매입은 재무부의 ‘외환안정기금(ESF, Exchange Stabilization fund)’과 연준을 통해서 이루어졌다. 폐소화 위기를 겪으면서 미국으로부터 통화 스왑으로 달러화를 대부했던 멕시코는 1995년 동안 총 17억 달러의 원금을 ‘외환안정기금’과 연준에 변제했다. 다음 <표 4-3>이 1995년 재무부와 연준이 외환 시장에 개입한 시기와 금액이며, <그림 4-5>가 1995년 엔-달러, 마르크-달러 환율 변화 추이다.

200) Group of 7, “Statement of the Group of Seven Finance Ministers and Central Bank Governors,” October 7, 1995 (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm951007.htm>)

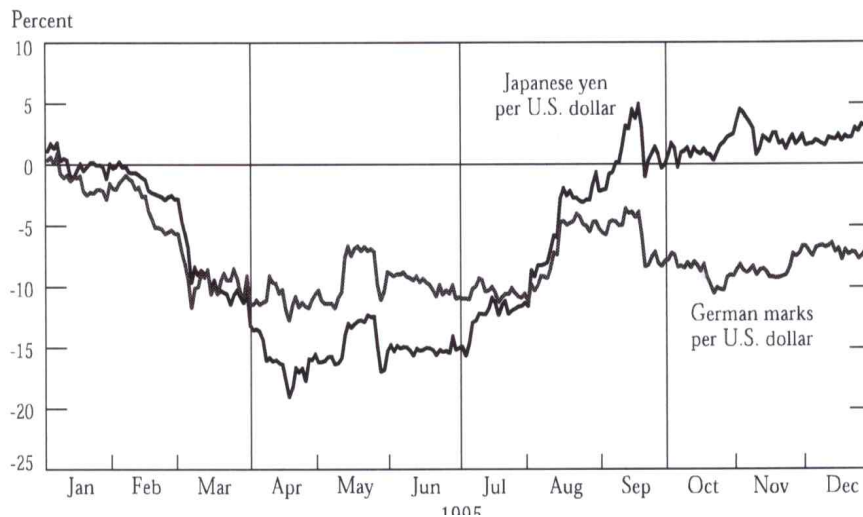
201) Board of Governors of Federal Reserve System, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin, Mar 1996, p.210.

<표 4-3> 1995년 미국 외환시장 개입 활동 (단위: 백만 \$)

Dollar Purchases (+) or Sales (-)	Against the Mark	Against the Yen	Total
March 2	+300	+300	+600
March 3	+450	+370	+820
April 3	+750	+750	+1500
April 5	+850	+250	+1100
May 31	+500	+500	+1000
July 7		+333.3	+333.3
August 2		+500	+500
August 15	+400	+300	+700
Total	+3250	+3303.3	+6553.3

(출처 : Federal Reserve Bank of New York)

<그림 4-5> 1995년 엔-달러, 마르크-달러 환율 변화 추이



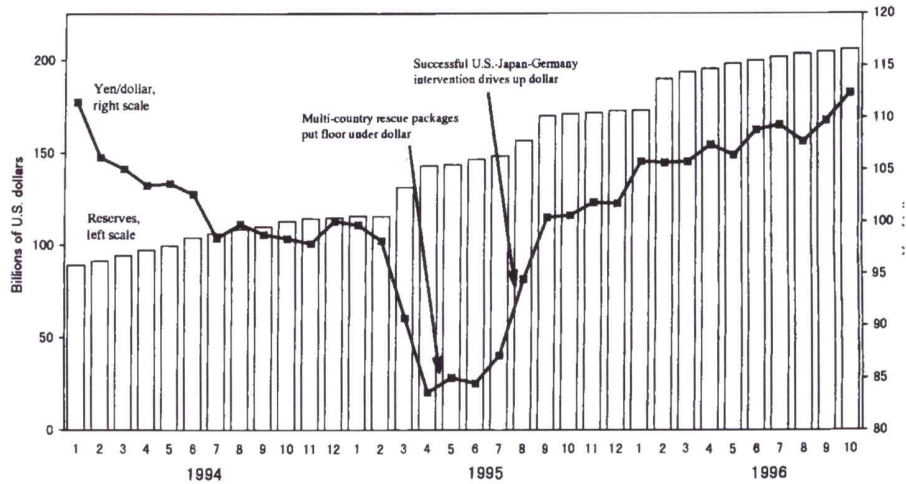
(출처 : Federal Reserve Bank of New York)

1995년 중반에서 1997년 초까지 일본 경제의 위기 사이에, 1996년 부분적인 회복을 위하여 미국의 대일 무역 압력 완화는 필요한 것이었지만, 일본 경제가 다시 확장하기에는 그 자체로 충분한 것은 아니었다. 1995년 중반, 어떤 공식적인 무역 관련 합의도 1996년에 미국이 엔화의 평가 절하를 ‘구매력 평가지수’만큼 용인할 것이라는 보장은 없었다. 1995년 여름, 일본은행과 연준의 협력적 공동 개입이 엔-달러 환율을 1995년 말까지 1 달러 당 100 엔까지 안정화시키기 위하여 필요했었던 것이다. 이는 미국 정부가 만일 엔화가 더 평가 절하되더라도 불만을 갖지 않을 것이라는 신호를 시장에 주었다. 따라서 일본은행은 1996년 여름에 1 달러 당 108 엔, 그리고 1997년 초 1 달러 당 125 엔까지 엔화의 가치를 성공적으로 평가 절하할 수 있었으며, 따라서 일본의 완만한 경제 회복이 촉진될 수 있었다.²⁰²⁾

결국 1985년 플라자 합의 이후 지속적으로 평가 절하되었던 달러화와 지속적으로 평가 절상되었던 엔화 및 마르크화의 환율 추세는 전환될 수 있었다. 이는 10년 만에 실로 극적인 변곡점을 보여주는 것으로, 새천년에 들어와 나스닥 거품 붕괴라는 또 다른 극적인 사건이 등장할 때까지 이 추세는 유지되었다. 다음 그림 <그림 4-6>이 역플라자 합의를 전후한 엔-달러 환율과 일본 대외 준비금 변동 추이이며, <그림 4-7>이 플라자 합의가 있었던 1985년부터 나스닥 시장 거품 붕괴 직후인 2002년까지의 달러 인덱스 추세이다.

202) McKinnon, Ohno, Shirono, *op.cit.*, pp.350-351.

<그림 4-6> 역플라자 합의 전후 엔-달러 환율과 일본 대외 준비금 변동 추이



(출처 : Federal Reserve Bank of New York)

<그림 4-7> 달러 인덱스 추세 변화, 1985년~2002년



(출처 : macrotrends.net)

사실 시장에서의 환율 변동은 (플라자 합의와 같은 국가의 시장 개입이 없다면) 해당 통화에 대한 수요-공급에 따라 결정된다. 달러화가 평가 절하되었다는 것은 달러화의 공급이 달러화에 대한 수요보다 많았다는 것을 의미한다. 외환 시장에서 달러화 공급의 주요한 원천은 미국의 수입 수요와 해외 자산에 대한 수요, 즉 미국의 해외 투자이다. 미국의 해외 자산은 1982년 약간 상승했던 예외적 기간을 제외하고 일반적으로 1980년에서 1985년 사이에 축소되었다. 이러한 축소가 국제 외환 시장에서 1980년에서 1985년 사이에 미국 GDP 대비 약 2.5%에 해당하는 달러화 공급 축소의 원인이었다. 그렇지만 플라자 합의 이후 미국의 해외 투자는 급격하게 증가했으며, 국제 외환 시장에 달러화의 공급을 확대시켰다. 이에 따라 달러화의 평가 절하가 지속적으로 이루어졌다. 따라서 적어도 미국의 관점에서 해외 자산에 대한 미국의 수요 변화는 미국에의 투자 인센티브 변화와 일치하며, 환율 변동과 역시 일치한다.²⁰³⁾

반면에 그린스펀의 말처럼 ‘위험 조정 투자회수율’에 따라 미국의 자산을 안전자산으로 간주하여 투자자들이 선호하게 되면 미국의 자산에 대한 수요가 증가하고, 이는 달러화에 대한 수요 증가로 이어져 달러화의 가치는 상승하게 된다. 1980년대 이후, 특히 1990년대 들어와 급격하게 진전된 미국 경제의 금융화는 미국의 정책적 선호에 변화를 가져왔다. 달러화의 추가 하락을 방지하는 것에서 달러화의 평가 절상을 용인하는 것으로 선호의 변화가 있었으며, 루빈이 언급한 것처럼 강한 달러가 미국과 세계의 이익이라는 ‘강한 달러’ 정책으로 선회를 했다. 바로 이러한 상태에서 엔화의 급격한 평가 절상이 있었던 것이다. 미국의 ‘강한 달러’ 정책으로의 선회는 결국 미국의 경상 수지 적자에 대한 조정을 연기하고, 경상 수지 적자는 자본 계정의 흑자로 상쇄하겠다는 선언이었던 셈이었다.

1996년 대통령의 의회 연례 경제 보고서에서 “무역 균형은 미국의 경제적 성과와 미국이 무역으로부터 얻었던 혜택에 대한 기만적인 지표이다. 무역 정책은 총체적인 무역 균형에 대해 책임이 있지 않으며, 중요하다

203) John A. Tatom, “Currency Appreciation and ‘Deindustrialisation’ : A European Perspective,” *World Economy*, July 1995, Vol.18(4), p. 528.

게 변화시킬 수도 없다. 무역 정책은 무역의 부문적 구성과 지리적 구성에 중요한 영향을 끼칠 수 있지만, 총체적인 무역 균형은 더 큰 거시경제적 요소에 의해 결정된다. 지속적인 대외 적자는 비용을 부과하지만, 이러한 대외 적자를 감축시킴으로써 비용을 줄이기 위한 효과적인 정책은 무역 정책의 범위를 넘는 것”이라고 했다. 그리고 나아가 “경상수지 적자가 무역 정책과 연관이 거의 없다면, 경상수지 적자는 경제적 성과가 좋지 않다는 것을 나타내는 것이 아니다.”라고 하면서, “1995년 경상수지 적자 확대가 지속된 것은 주요 무역 상대국에 대해 미국의 경제 성장이 높았기 때문”이라고 했다. 결론적으로 이 보고서는 “경상수지 적자는 지출과 소득 사이의 격차”라고 하면서 “대규모로 지속적인 경상수지 적자를 운영하고 있는 것은 미래의 소득으로부터 차입을 하는 것이며, 또한 세계로부터 부채를 지는 것으로 미래에 상환해야 하는 것”이라고 정리하고 있다. 이렇게 미국이 순채권국의 위치에서 이미 1980년대 초에 순채무국이 된 현실을 받아들이면서, “다른 국가들의 정책적 변화 없이 환율과 이자를 변동만으로도 미국의 경상 수지 적자는 축소될 수 있다.”고 했다. 경상수지 균형 문제는 “근본적으로 미국의 저축, 투자 그리고 재정 정책에 의해 결정될 수 있을 것”이고, 연방 재정 적자의 지속적인 감축이 대외 적자 감축의 가장 효과적인 방법”이라고 했다.²⁰⁴⁾

결국 미국은 금융 영역의 확장뿐만 아니라, 제조업을 포함한 일반 산업에서도 금융을 통한 이윤의 원천을 확보해가는 금융화의 진전이라는 구조적 변화 속에서 경상 수지 적자를 감축하기 위하여 달러화를 평가 절하했던 조정 비용의 전가-플라자 합의-에서 또 다른 선택으로 나아간 것이다. 바로 조정의 연기-역플라자 합의-를 선택한 것이었다. 그런데 조정의 연기를 위해서는 경상수지 적자를 상쇄해 줄 수 있는 대외 용자에 유리한 환경이 조성되어야 한다. 미국의 이자율이 다른 국가들에 비해 높은 것이 아닌 상황에서 달러화의 평가 절상이 지속된다는 예측이 가능하다면 투자자들은 안전 자산인 달러화의 환차익을 기대할 수 있었다. 따라서 달러화를 평가 절상하고, 엔화를 평가 절하하는 역플라자 합의는 국제 자본 유

204) *Economic Report of President 1996* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1996), pp.250-252.

입에 보다 친화적인 환경을 만들어 줄 수 있었던 것이다.

역플라자 합의가 진행된 과정 자체는 플라자 합의와 루브르 합의에 비해서는 규모도 더 작았으며, 플라자 합의처럼 사전에 충분하게 준비된 과정이었다기보다는 긴급하게 진행된 과정이라는 측면이 있다. 그렇지만 역플라자 합의는 1995년 4월 25일 G-7 회합에서 외환 시장에 공동 개입하기로 하는 선언만으로 국한하여 볼 것이 아니라, 그 이전인 1994년부터 진행되기 시작한 것으로 보아야 한다. 특히 역플라자 합의는 1980년대와 1990년 초반에 미국 경제의 구조적 변화에 기인하여 가능했던 것이었다. 즉 플라자 합의 이후 10년 동안 지속된 달러화의 약세 추세를 달러화의 평가 절상으로 환율의 방향성을 반전시킨 역플라자 합의는 미국 경제의 구조적 변화에 대한 응답이자, 구조적 변화가 공고하게 되는 전환의 계기였다. 그런 의미에서 역플라자 합의는 전환의 상징이자 전환의 격발자(trigger)였다고 할 수 있을 것이다. 이미 진행되고 있던 전환이 역플라자 합의 이후 어떻게 결과했는지에 대해 다음 장에서 살펴보도록 하겠다.

V. 전환의 결과

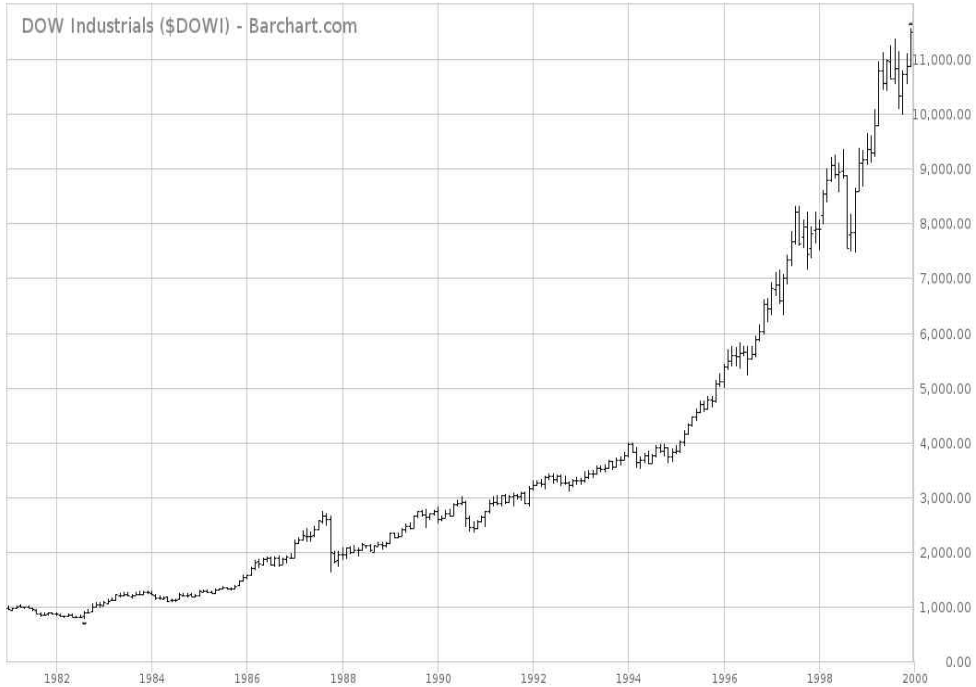
역플라자 합의는 미국은 물론이고 글로벌 정치경제의 전환을 상징하는 사건이었다. 비록 역플라자 합의 자체는 긴급하게 이루어진 우발적인 사건으로 간주하는 경향이 일반적이라 할지라도, 역플라자 합의를 수용할 수 있었던 배경에는 금융주도 성장 레짐으로의 전환이라는 미국의 구조적 변화가 있었던 것이다. 이러한 전환은 조정을 연기할 수 있는 달러화의 통화 권력이 전제되었기에 가능한 것이었다. 그렇다면 역플라자 합의로 상징되는 전환의 결과로 어떤 것들이 나타났는지 살펴보도록 하겠다.

(1) 금융주도 성장레짐의 공고화 : 내적 균형의 회복

1) 역플라자 합의와 금융 주도 성장

1990년대에 들어와 무엇보다 미국 경제의 변화를 가장 특징적으로 잘 보여주었던 것은 바로 주식 시장이었다. 1990년대에 들어와 1987년 ‘검은 월요일’의 주식시장 붕괴를 극복한 주식시장은 1995년 역플라자 합의 이후 급격하게 강세장을 연출하였다. 다우존스 산업지수의 기울기가 급격한 우상향으로 추세적 방향을 잡고 올라가기 시작한 것이다. 1995년에 들어와 다우존스 산업지수가 4,000을 넘으면서 당시 기준으로 역사적 고점을 기록했으며, 이 상승 추세는 꺾이지 않고 1990년대 내내 유지되었으며, 1999년 11,500을 돌파한 후 잠시 조정 국면에 들어갔다. 다음 <그림 5-1>이 1970년대에서 1990년대까지 다우존스 산업지수의 흐름을 보여주는 차트이다.

<그림 5-1> 다우존스 산업 지수 차트, 1970년~2000년



(출처 : barchart.com)

플라자 합의와 루브르 합의는 일본과 독일 등이 동맹국인 미국의 무역 적자를 감축하고 불황에 빠진 미국 경제를 구원하기 위한 것이었다고 알려져 있지만, 실제 미국의 무역적자는 감축되지 않았으며, 미국 경제는 자국의 경제 조정 문제를 세계로 전가하여 불황에서 빠져나올 수 있었다. 마찬가지로 이번에는 일본과 독일 등 동맹국을 미국이 구원하기 위하여 달러화의 평가절상을 단행했다고 하였지만, 일본은 역플라자 합의 이후에도 여전히 경제 불황에서 빠져 나오지 못했다. 오히려 미국 경제는 역플라자 합의 이후 이자율을 낮게 유지하면서도 인플레이션을 제어하고 부의 효과를 누릴 수 있었다. 그것은 달러화의 강세로 해외 민간 자본이 대대적으로 미국으로 유입되었기 때문이었다.

이 시기의 주식 시장 성장에는 소위 IT 혁명과 스톡옵션 열풍 및 개인 투자자들의 주식 시장 대거 참여가 주요한 요인이 되었다. 1980년대에 ‘차입 매수(LBO, Leverage Buyout)’을 통한 기업 인수 합병이 유행하게 되었지만, 1990년대 들어오면서 IT 혁명은 실리콘 밸리의 성공 신화를 낳았다. 그런데 실리콘 밸리의 기업에서 성공한 기업인들은 전통적 방식인 제품 판매를 통해 거대한 부를 획득하기보다, CEO들은 주로 스톡옵션을 통해, 창업자들은 자기 주식의 상장을 통해 거대한 부를 얻었다. 즉 사업체의 성공 역시 증권화를 통해 평가되기 시작한 것이었다. 이를 통해 미국은 다시 성장하기 시작했다. 급여를 통해 뛰어난 성과를 올리도록 자극했다. ‘성과급(pay for performance)’은 주주가치의 증대에 수반되는 보편적인 제도가 되었다. 일본과는 정반대의 경영방식을 채택했던 것이었다.²⁰⁵⁾

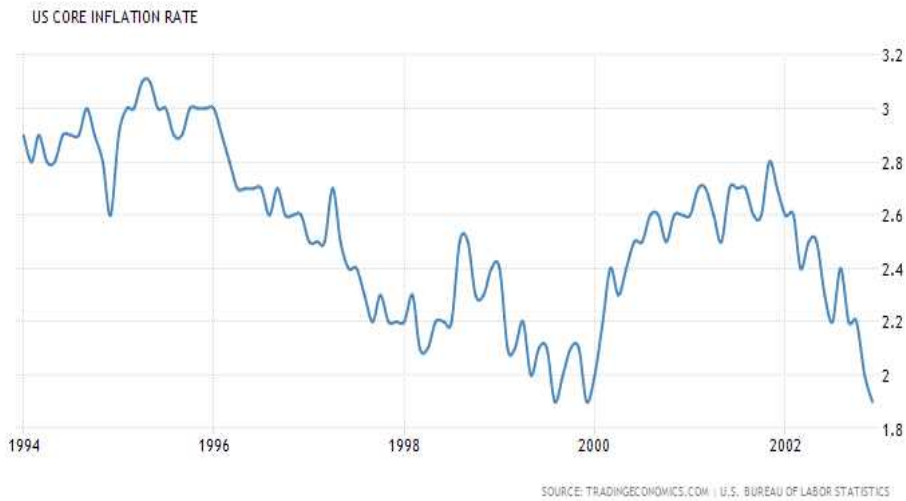
경상수지 적자의 확대 요인인 달러화의 평가 절상은 해외 민간자본의 유입이 확대되는 요인이 되었기에, 서로 상쇄될 수 있었다. 그리고 ‘부의 효과(wealth effect)’와 더불어 달러화의 평가 절상으로 수입 소비재의 가격이 상대적으로 낮아지는 효과가 나타났다. 부의 효과로 인한 소득 증가-비록 양극화 문제가 본격적으로 심각하게 나타났지만-에도 불구하고 수입 소비재의 가격이 낮아지면서, 인플레이션에 대한 억제가 가능했으며, 그 결과 낮은 이자율을 유지할 수 있었다. 저물가, 저금리로 인한 경기 호황으로 실업률 역시 낮게 유지될 수 있었다. 미국 경제는 소위 ‘격동의 90년대(roaring nineties)’를 달려가고 있었다.²⁰⁶⁾

인플레이션이 안정적으로 관리되고, 실업률 또한 낮게 유지되고 있던 상황은 미국 경제의 내적 균형이 안정되었음을 의미하는 지표였다. 이렇게 내적 균형이 안정을 이룬 상황에서, 클린턴은 다음 해인 1996년 무난하게 재선에 성공할 수 있었다. 다음 <그림 5-2>가 1995년에서 2002년까지 미국의 인플레이션을 변화 추이이며, <그림 5-3>이 1995년에서 2002년까지 실업률 변화 추이이다.

205) Roger Lowenstein, *Origins of the Crash*, 이주형 역, 『버블의 기원』 (서울: 동방미디어, 2004), P.35.

206) 이에 대해서는 Joseph E. Stiglitz, *The Roaring Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade* (New York: W.W.Norton&Company, 2003). 참조.

<그림 5-2> 미국의 인플레이션율 변화 추이, 1994년~2002년



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1994년~2002년으로 설정)

<그림 5-3> 미국의 실업률 변화 추이, 1994년~2002년



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1994년~2002년으로 설정)

로 설정)

이렇게 볼 때 역플라자 합의는 10년 전의 플라자 합의 못지않게 국제 금융통화체제에 중요한 전환점을 보여주는 것이었다. 무엇보다 국제적인 자본의 흐름에 중요한 전환점이 되었다. 1976년의 킹스턴 합의를 통해 ‘무체제의 체제(system of non-system)’라고 불렸던 국제금융통화체제에서 국제 자본이 미국으로 유입되면서 미국의 경상수지 적자를 상쇄하는 메커니즘으로 공고화되는 계기가 된 것이었다. 바로 글로벌 불균형과 국제 자본의 미국으로의 유입 메커니즘이었다.

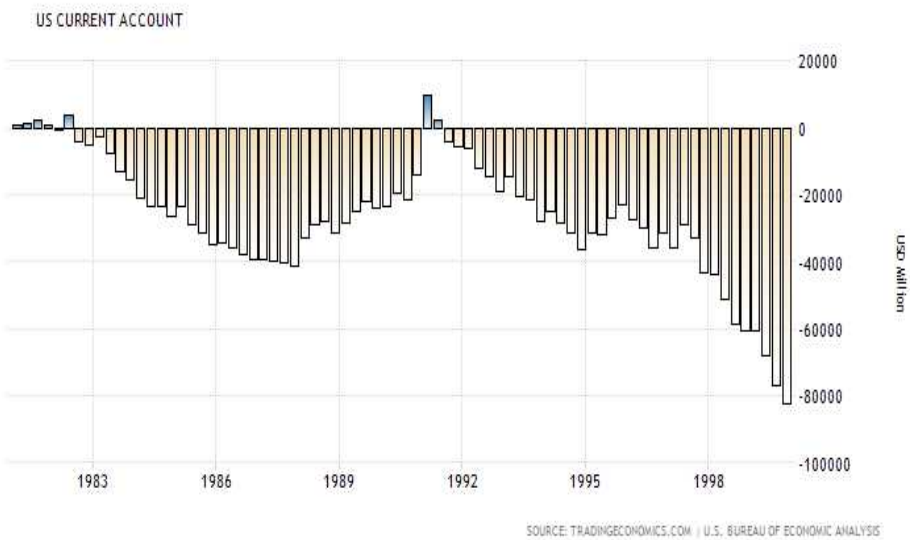
역플라자 합의로 달러화가 평가 절상되면서 미국의 경상수지 적자가 급격하게 확대되었지만, 미국은 달러화의 통화 권력을 바탕으로 자국 경제의 조정을 연기할 수 있었던 것이다. 앞서 지적한 것처럼 달러화의 평가 절상으로 수입 소비재 가격을 낮게 유지할 수 있었으며, 이는 인플레이션을 효과적으로 억제하게 하여 낮은 이자율을 유지할 수 있게 해 주었다. 또한 달러화의 평가 절상으로 인하여 유입된 막대한 자본은 미국 경제에 부의 효과를 가져다주었으며, 따라서 미국은 경상 수지 적자에도 불구하고 소비를 유지할 수 있었던 것이다. 다음 <그림 5-4>가 1995년에서 2002년까지의 미국 이자율 변화 추이이며, <그림 5-5>가 1980년대, 1990년대 미국의 경상수지 적자 변화 추이이다.

<그림 5-4> 미국 이자율 변화 추이, 1994년~2002년



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 1994년~2002년으로 설정)

<그림 5-5> 1980년대, 1990년대 미국 경상수지 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics)

이러한 상황은 1980년대부터 시작되었던 금융자유화와 자본자유화에서부터 기인한 것이었다. 볼커 전환으로 금융 산업의 위상이 강화되고, 금융에 대한 탈규제가 레이건 행정부 시절부터 진행되었다는 것은 앞에서 설명한 바와 같다. 1980년대의 탈규제를 기점으로 시작된 금융자유화는 기업 운영의 주요한 원칙을 ‘주주 이윤 극대화(shareholder maximization)’로 전환시켰으며, 생산에 있어 외주 하청(outsourcing)과 노동 시장의 유연화로 귀결되었고, 소득 불평등의 정도는 확대되었다. 이 당시 미국 경제 성장은 핵심적으로 소비의 증가에 기인했다. 그런데 소득 불평등의 확대에도 불구하고 소비의 증가가 가능했던 데에는 바로 미국 금융 시장의 팽창에 따른 자산 시장-주식, 부동산 등-의 가격 상승이 있었다.²⁰⁷⁾ 즉 기업과 가계 모두 금융 성장에 따른 축적과 소비로 전환하게 된 것이다.

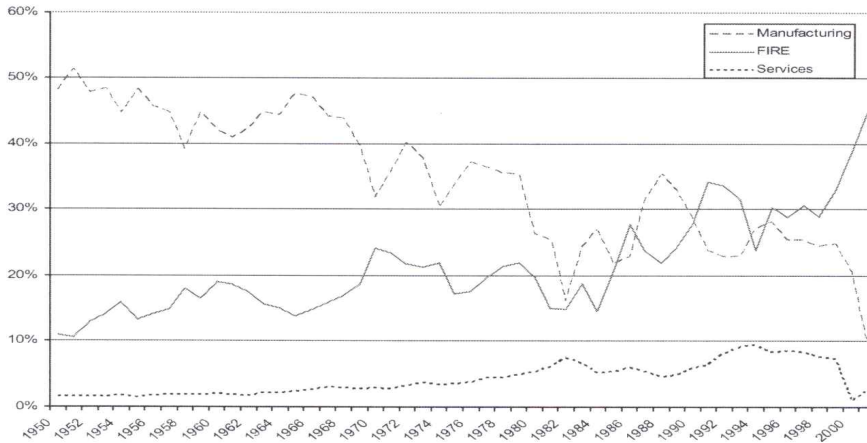
그런데 경제에 있어 점점 늘어나는 금융의 비중은 은행, 증권회사 및 금융회사들의 확장에서 나타나지만, 비금융회사들의 행태에 있어서도 나타났다. 즉 금융 회사, 비금융 회사 모두에 있어 경영 활동을 통한 총이윤 중 금융 채널을 통해 이윤이 증가하고, 자본 축적이 이루어지는 금융 주도 성장 레짐으로의 전환이 이루어졌다. 1990년대 전반에 걸쳐 비금융 회사의 ‘포트폴리오 소득(portfolio income)’-이자, 배당금 및 투자에 대한 자본 이득 등에서 나오는 소득-비율은 지속적으로 상승하였다. 또한 비금융 회사의 소득 창출 흐름에 있어서의 늘어나는 금융 활동 비중에 더하여 금융 영역 자체가 경제에서 점점 더 축적의 특권을 가진 지점이 되었다.²⁰⁸⁾

다음 <그림 5-6>은 미국 경제에서 기업 이윤의 산업 비중 상대적 변화 추이이며, <그림 5-7>은 미국 비금융 회사의 현금흐름에서 포트폴리오 소득 비율 변화 추이이고, <그림 5-8>은 비금융 영역 대비 금융 영역의 이윤 증가 추세이다.

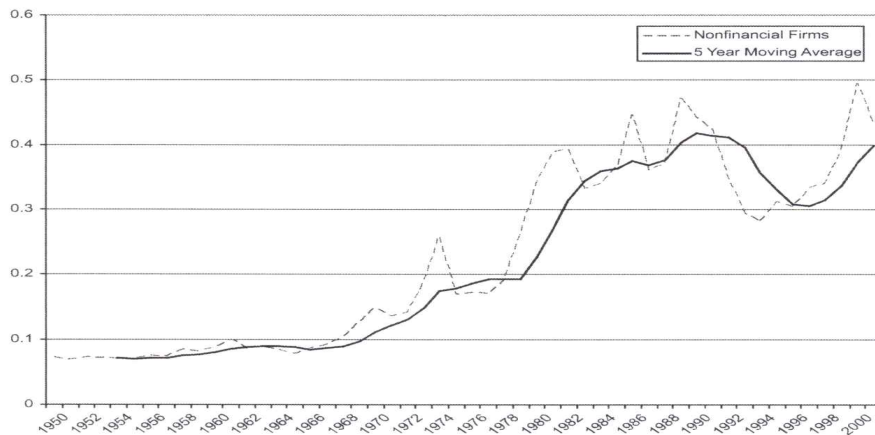
207) Vermeiren, *op.cit.*, p.58.

208) Krippner, 2005, *op.cit.*, pp. 181-182.

<그림 5-6> 미국 경제에서 기업 이윤의 산업 비중 상대적 변화 추이, 1950년~2001년²⁰⁹⁾



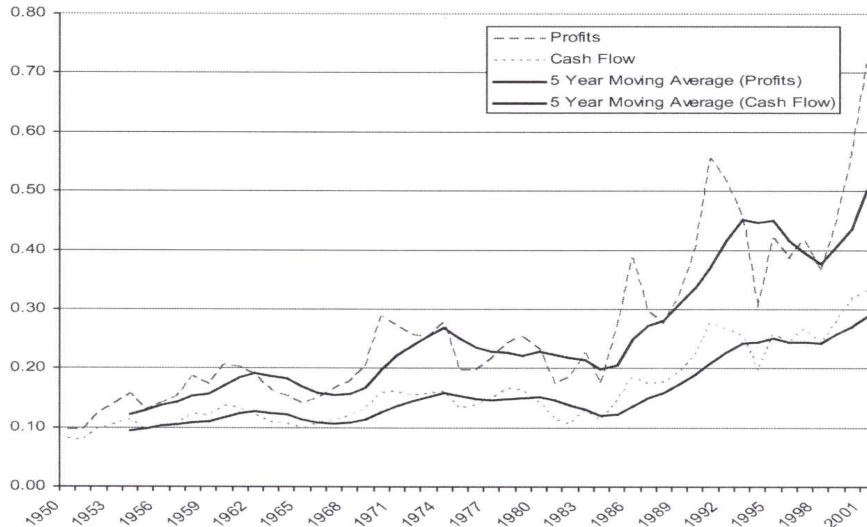
<그림 5-7> 미국 비금융 회사의 현금흐름에서 포트폴리오 소득 비율 변화 추이, 1950년~2001년²¹⁰⁾



209) Data on corporate profits by industry from BEA's *Gross Product Originating series*, Greta R. Krippner, 2011, *op.cit.*, p. 33에서 재인용.

210) Data on portfolio income from IRS, *Statistics of Income, Corporation Income Tax Returns*. Data on corporate profits from *National Income and Product Accounts*, table 6.16. Data on depreciation allowances from *National Income and Product Accounts*, table 6.22, *Ibid.*, p.36에서 재인용.

<그림 5-8> 미국 경제에서 비금융 이윤 대비 금융 이윤과 현금 흐름 비율 추이, 1950년~2001년²¹¹⁾



앞의 세 그림에서 대체적으로 1995년을 전후한 시기가 금융화와 관련 하여 미국 경제의 전환점이 되었음을 알 수 있다. 먼저 <그림 5-6>에서 미국 전체 회사의 총이윤에서 제조업 영역이 차지하는 비중은 1980년대 플라자 합의를 전후한 시기에 잠시 회복세를 보였지만, 1990년대에 들어와 감소하기 시작한 후, 1990년대 중반 이후 급락하고 있다. 반면에 금융(금융, 보험 및 부동산) 영역은 1987년 검은 월요일 이후 잠시 하락하였지만, 1990년대에 들어와 회복한 이후, 1993년, 1994년 잠시 보합을 보였다가 1995년 이후 급등하였다. <그림 5-7>에서 비금융업 영역에서도 점차 포트폴리오 소득과 같은 금융적 활동으로 이윤의 비중이 확대되고 있음을 알 수 있다. <그림 5-8>에서 미국의 전체 이윤에서 금융 활동이 차지하는 비중이 1995년을 기점으로 급격하게 전환하였음을 알 수 있다. 즉 1990년대에 들어와 미국의 전체 산업에서 금융 영역의 이윤을 비중이 압도적으로 증가하고 있으며, 특히 비금융 회사조차도 금융적 활동을 통

211) Data on corporate profits and depreciation allowances from BEA's *Gross Product Originating series*, *Ibid.*, p.41에서 재인용.

한 이윤 비중이 급격하게 증가하고 있다는 점에서 미국 경제의 금융 주도 성장 레짐으로의 전환을 알 수 있다. 아울러 이러한 전환에 있어 1995년을 전후 한 시기가 중요한 전환점이 되었다는 것 역시 위의 그림들을 통해 확인할 수 있다.

역플라자 합의는 위기의 일본 제조업에 대한 구원이기도 하지만, 경상수지 적자가 날로 확대되어가던 미국에 있어, 금융 주도 성장 레짐이 공고화되는 중요한 계기가 되었다. 미국의 금융 주도 성장은 1990년대 중반 이후 국제 금융 시장을 급속도로 팽창시켰으며, 대미 무역 흑자국의 자본이 미국으로 환류될 수 있는 충분한 금융 인프라를 구축했다. 이 시기에 있었던 IT 산업의 성장은 본질적으로 금융적 성장, 즉 주가 상승 등이었는데, 이를 뒷받침할 수 있는 나스닥 시장이 폭발적으로 성장했다.

2) 금융 주도 성장 레짐의 제도적 공고화

금융 주도 성장 레짐의 형성을 보여주는 가장 중요한 사건이 1999년의 ‘글래스-스티걸 법안(Glass-Steagall Act)’의 폐지였다. 상업은행과 투자은행의 분리 원칙을 골자로 하는 이 법안은 대공황의 교훈을 반영하여 1933년 채택되었는데, 지나치게 비대한 금융기관들이 막대한 자금을 동원한 후 과도한 이익을 추구하는 것 자체가 금융위기의 중요한 원인이라는 대공황 당시의 판단이 입법 배경이었다. 그런데 1999년 글래스-스티걸 법안이 폐지되고 새롭게 대체된 법안이 ‘그램-리치-브릴리 법안(GLBA: Gramm-Leach-Bliley Act)’이다. 대공황 이전과 같이 하나의 거대한 금융지주회사가 예금과 대출 중심의 은행업무, 증권거래, 그리고 보험업무 등 모두를 할 수 있도록 허용된 법안이었다.²¹²⁾

이러한 금융개혁에 힘입어 금융기관의 합병이 촉진되면서 대규모 금융회사가 탄생했고, 1980년대부터 이미 나타나기 시작했던 ‘증권화(securitization)’ 현상이 폭발적으로 증가하게 되었다. 이제 미국의 금융 시장은 공적 영역의 국가 준비금이든, 민간 영역의 자본이든 세계의 풍부

212) 김기수, *op. cit.*, pp. 584-585.

한 자금을 흡수할 수 있는 인프라를 구축하게 된 것이었다. 이제 미국은 경상수지 적자가 지속되는 불균형에도 불구하고, 트리핀 딜레마를 극복하고 달러 환류가 충분히 가능하게 되었던 것이다. 즉 달러의 (조정 부담을) 연기하는 권력이 금융을 통해 제도적으로 발현하게 되었다.²¹³⁾

그럼에도 불구하고 증권시장을 중심으로 하는 금융화의 과정에서 가장 중요한 행위자는 은행이나 기관투자자가 아닌 과거에 산업적 축적을 주도했던 법인기업이었다. 미국의 법인기업은 1970~80년대에 사업을 다각화하여 금융자산에 대한 투자를 급격히 늘리기 시작했다. 그 결과 1990년대에 이르러서는 법인기업 총이윤에서 금융·보험·부동산(FIRE)이 차지하는 비중이 제조업의 비중을 능가하게 되었다. 법인기업은 금융기관을 인수하여 자회사로 운영하면서 기업의 내부 금융시장을 형성하거나 또는 독자적인 금융거래를 조직, 통제했다.²¹⁴⁾

산업그룹들이 금융 산업에 진출한 초기에는 금융 산업의 진출이란 산업 그룹들에게 재산의 관리 수단을 제공하고, 소요 확장자금을 조달하며, 대고객신용(특히 임대차)을 조직하는 것이었다. 그러나 점차 금융 활동 진출을 통해 (같은 산업그룹 내의) 다른 자회사들에게 부수적인 서비스를 제공함으로써 그룹 내부에 수직적으로 통합되어 있던 그룹 은행이 그 자체가 전략적 활동을 수행하는 이윤센터가 되면서 그룹에 수평적으로 통합되어 갔다.²¹⁵⁾

뿐만 아니라 법인기업이 주도하는 미국 자본주의의 ‘금융적 팽창’에서 증권시장을 통한 인수·합병은 특히 중요한 계기가 되었다. 1990년대 초 정크 본드(junk bond) 시장의 붕괴로 소강상태를 보였던 인수·합병은 1990년대 중반부터 대규모 공개기업의 합병 또는 일부 사업부문의 흡수를 중심으로 다시 급증했다. 인수·합병은 시장 지배력의 증대, 규모의 경

213) 이렇게 형성된 새로운 금융질서는 미국의 재무부, 연방준비제도, 증권거래위원회 및 월스트리트의 다양한 금융기관들의 영향력 아래 만들어졌다. 브레튼우즈 체제와 구별되는 포스트 브레튼우즈 체제를 Gowan은 ‘달러-월스트리트 체제’로 명명하고 있다. 이에 대해서는 Peter Gowan (1999), *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance* (London: Verso). 참조.

214) 박상현, *op.cit.*, p.269.

215) François Chesnais, *La mondialisation du Capital*, 서익진 역, 『자본의 세계화』 (파주: 도서출판 한울, 2003), p.247.

제 및 시너지 효과의 극대화, 유통비용 및 정보비용의 절감, 새로운 시장에 대한 접근, 정부 규제의 회피, 지적 재산권 확보 및 연장, 연구·개발 비용의 절감, 수익성이 낮은 자회사 및 생산라인의 매각, 주식가치의 시세차익을 통한 금융소득 획득 등 다양한 이윤창출 기회를 제공했던 것이었다.²¹⁶⁾

이러한 금융적 팽창을 통해서 1990년대에 들어와 미국 경제는 이전과는 달라진 다음과 같은 특징을 보이게 된다. 첫째 이윤이 상품의 생산과 유통보다는 주로 금융 채널을 통해 획득되었다. 금융 이윤은 소비자금융의 확대와 부채 활용에 따른 자산 가치 상승으로 금융 부문 내부에서 창출되었다. 1980년대 규제 완화와 금융 혁신을 배경으로 금융 이윤이 급속히 증가하였는데, 제조업 이윤이 급격히 감소한 1990년대 후반기에도 금융 이윤의 증가 추세는 지속되었다. 금융은 실물 자본에 대한 의존도를 줄이고, 독자적인 이윤 획득 기반을 창출하면서 이윤 증가를 주도한 것이었다. 둘째 기업금융에서 가계금융으로의 전환에 따라 금융 부문과 실물 부문의 연계가 기업의 투자지출에서 가계의 소비지출로 이동하였다. 1980년대 이후 경제 전체의 부채비율이 증가하였는데, 실물 기업의 부채 비율은 완만한 증가세를 보인 반면, 금융 부문과 가계 부문의 부채 비율은 급속히 증가하였다. 특히 금융기관이 레버리지를 활용해 고위험·고수익을 추구하면서 금융 부채가 폭발적으로 증가하였는데, 1990년대 후반부터 금융 부문의 부채가 가계 부문을 추월하면서 부채 증가를 주도하였다. 이로부터 미국경제의 성장을 좌우하는 주요 변수가 실물 부문의 투자와 이윤율에서 가계와 금융 부문의 부채 비율로 달라진 것이다.²¹⁷⁾ 이러한 특징은 1990년대 이후 이윤이 금융 채널을 통해 주로 획득되고, 금융이 거시경제의 변동성을 좌우하는 금융주도 성장레짐으로 패러다임의 전환이 나타났음을 보여주는 것이다.

이렇게 볼 때, 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 자본의 이동성이 보장되면서 주변부의 금융위기가 일어나자 위기를 회피(risk aversion)하려는 국제 자본이 미국으로 유입되면서, 저금리와 달러화 약세에도 불구하고 제조업

216) 박상현, *op.cit.*, pp.269-270.

217) 홍장표, *op.cit.*, p.258.

이윤을 저하에 시달리고 있었던 미국 경제에 금융화(financialization) 과정을 통해 새로운 변화가 나타나기 시작한 것이었다. 이러한 미국 경제 금융화 과정은 국내적으로 보자면, 1960년대 이후 지속되어온 제조업의 이윤을 저하와 볼커 전환에서 나타난 금융 산업의 급속한 이윤을 성장을 통해 브레튼우즈 체제의 억압적인 금융질서를 지지하던 정치적 연합이 해체되기 시작하고, 금융화를 지지하는 정치 연합이 나타나기 시작한 현실에 기인한다. 다른 한편으로 국제적 측면에서 보자면 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 변화한 국제 금융통화 체제에 있어, 기축통화 달러화의 위상을 지키기 위한 글로벌 차원의 달러화 수요 창출 노력의 일환으로 자본의 자유화, 금융의 개방화를 통해 국제금융통화 체제를 새롭게 구축할 필요가 제기되었기 때문이었다.

이러한 과정에서 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 새롭게 구축된 국제금융 통화체제를 중심국의 성장레짐이 금융주도 성장레짐으로 전환된 것의 대외적인 투사로 간주한다면, 이에는 제도적으로 중요한 전제가 필요하다. 미국의 대외적자로부터 연유되는 막대한 유동성을 재순환시키기 위해 필수적인, 시장과 중개인의 세계적인 네트워크는 바로 그런 제도적 요건을 충족시키는 핵심 기제였다. 이 전제 조건이 미국의 적자로부터 유발되는 국제통화 수요를 안정적이며 점증적인 방식으로 충족시키는 달러화의 독특한 능력(위상)인 국제준비금, 거래의 계산과 회계 단위 그리고 국제거래의 수단이라는 달러화의 독보적인 역할에 접목돼 있음은 물론이다. 그러므로 국민소득의 중요한 원천으로서 발권력이 부각되는 상황은 미국의 부채거래를 위해서 필요한 치밀하게 짜인 시장을 형성하는 데 대단히 유효했던 미국 민간금융의 국제화 없이는 상상할 수 없는 일이다.²¹⁸⁾

따라서 미국 경제의 금융화는 미국의 일국적 과정이기도 하지만, 동시에 세계 경제 패러다임의 변화를 야기하는 과정이기도 했다. 이러한 금융화의 과정은 1980년대에 시작되어 1990년대를 거치면서 완성되어 갔으며, 역플라자 합의라는 계기를 통해 금융주도 성장레짐이 공고화되어 미국 경제 발전 패러다임 자체가 변화하게 되었다.

218) Ivanova, *op.cit.*, pp. 104-119.

이제까지 역플라자 합의를 전후하여 미국 경제가 금융주도 성장레짐으로 패러다임 전환이 이루어진 것을 살펴보았다. 과거 미국의 적자에 대한 용자에 가장 큰 역할을 했던 국가는 최대 대미 흑자국 일본이었다. 그러나 일본의 거품이 1980년대 말, 1990년대 초에 붕괴하게 되자 2000년대에 들어와 이 역할은 중국에게로 넘어가게 되었다. 1990년대는 일본과 중국의 세력 전이가 일어나는 상황이었다. 흔히 말하는 글로벌 불균형이 미국 경제의 금융주도 성장레짐의 공고화와 맞물리면서 대미 흑자국이 일본에서 중국이라는 파트너로 교체되면서 고착되었던 것이다.

미국의 경상수지 적자 확대는 자본 계정의 흑자를 통해 상쇄되어야 했으며, 따라서 브레튼우즈 시기에서부터 정착된 달러화의 환류 시스템이 더욱 원활하게 작동해야 했다. 그런데 중국은 과거의 일본과 달리 미국과의 동맹국도 아니었으며, 중국의 위안화 환율은 국가가 직접 통제하는 관리통화제였기 때문에 환율 조정을 위한 중국과의 관계는 일본과의 관계에 비해 훨씬 쉽지 않은 상황이었다. 이는 경상수지 적자를 관리해야 하는 미국의 입장에서는 새로운 도전에 직면한 셈이었다.

(2) 글로벌 불균형 : 중국의 부상

1) 중국의 무역 흑자와 달러화 연루

1990년대 중반에 들어와 중국은 글로벌 정치경제에 새로운 주요 행위자로 부상하기 시작했다. 저임금을 바탕으로 전 세계로 수출을 확대하는 ‘세계의 공장(factory of the world)’으로 부상한 것이다. 덩소핑이 집권하고 실시된 1978년 ‘중국공산당 제11기3중전체회의’에서부터 중국의 개혁개방이 시작되었고, 이는 농촌개혁으로부터 도시개혁으로, 경제체제 개혁으로부터 사회 전 부문의 개혁으로 나아가, 대외적인 개방정책으로 발전했다. 이 과정에서 중국은 수출 주도 성장 정책을 채택했다. 특히 1989년 천안문 사태에도 불구하고 1992년 덩소핑의 ‘남순강화(南巡講話)’로

개혁개방에 따른 정치사회적 동요를 극복하고, 서양 자본의 투자를 유치하면서 이를 중국의 풍부한 저임금 노동력과 결합시켜 수출 증대에 성공했다. 1988년 475억 달러 규모였던 중국의 수출은 1993년 917억 달러, 1998년 1,837억 달러로 급증하였으며, 2005년에 7,620억 달러로 세계 3위의 수출 대국이 되었다. 그리고 2009년에 들어와 1조2,000억 달러를 기록하면서 독일과 미국을 제치고 세계 1위의 수출 대국이 되었다.²¹⁹⁾ 급격한 수출 성장은 당연히 급격한 경제 성장을 가져왔다. 다음의 <그림 5-9>가 중국의 수출 성장률과 경제 성장률이다.

<그림 5-9> 중국의 수출 증가율, 경제 성장률



(출처 : Journal of East Asia Studies)

이 그림에서 알 수 있듯이 중국의 수출 증가율은 1990년대에는 불안정한 모습을 보였지만, 2000년대에 들어와 안정적으로 지속적 성장을 하게 되었다. 다만 미국의 서브프라임 금융위기가 글로벌 금융위기로 전염되었던 2007년부터 증가율이 축소되었으며, 2009년에는 마이너스 성장을 기

219) 국제무역연구원, “중국 무역 통계 자료” (<http://stat.kita.net/stat/istat/cts/CtsWholeList.screen>)

록했지만 2010년, 곧 회복되었음을 알 수 있다.

중국의 무역 흑자 급증은 가장 큰 시장이었던 미국에 대한 수출이 급증한 결과였다. 중국은 대미 수출 증가를 통해 획득한 달러화를 다시 달러화 표시 자산에 투자함으로써 미국의 경상수지 적자를 메워주는 역할을 했다. 즉 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 유가의 급상승으로 인한 산유국의 잉여 달러가 환류되었고, 이후에는 일본과 독일 등 선진 자본주의 국가의 대미 무역 흑자를 통해 축적된 달러화가 환류되었는데, 1990년대 후반, 2000년대에는 개발도상국인 중국의 대미 무역 흑자로 축적된 달러화가 미국으로 환류되었던 것이다. 이 결과 미국은 경상수지 적자에 대해 여전히 융자를 수취하는 것이 가능했다. 2000년에 들어와 중국은 미국 재무부 채권에 대한 외국인 투자에서 2위에 올라서게 된다. 2000년, 미 연방정부 총 부채는 5조6,600억 달러였는데(GDP대비 57%), 이 중 약 51%인 총 2조 8,800억 달러를 민간이 소유하고 있었다. 개인 보유 지분 중 약 35%가 외국인(외국 중앙은행 포함) 소유인데 금액은 약 1조 달러였다. 2004년에는 외국인 소유 비율이 처음으로 50%를 기록했으며, 이 수치는 현재까지도 비슷하게 유지되고 있다. 2010년에 중국은 8,950억 달러를 기록하면서 드디어 일본을 제치고 1위에 오르게 된다.²²⁰⁾

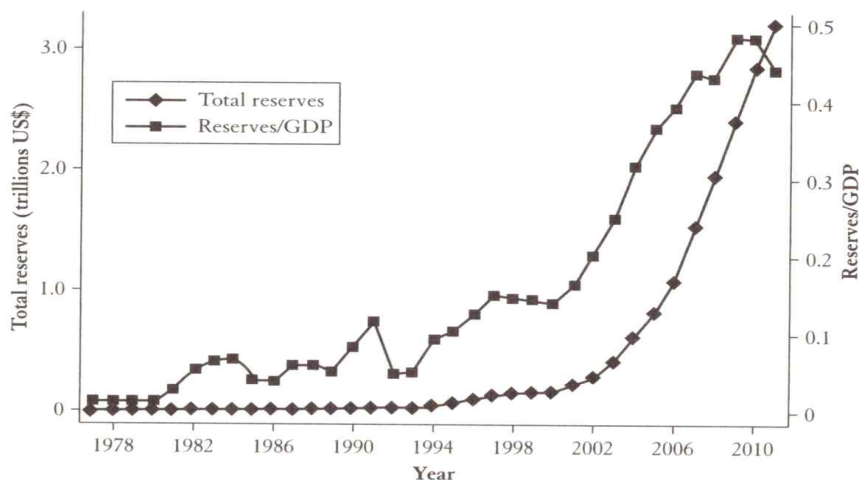
중국의 공적 준비금의 증가는 더욱 극적인 상황을 보여준다. 중국은 2003년에 들어와서야 순채무국의 위치를 갖게 되었지만, 중국의 준비금은 2000년대에 들어와 급증하여 2008년 1조7천억 달러에 이르게 되었으며, 2010년에는 3조 달러를 돌파하게 되었다. 중국은 이 준비 자산의 대부분을 달러화 표시 자산, 특히 미국 재무부 채권으로 보유하고 있다. 그런데 이렇게 막대한 달러화 표시 자산의 축적은 중국이 달러화의 평가 절하에 대해 방패막이로 나서게 되었음을 보여준다. 막대한 달러화 표시 자산을 보유하고 있는 중국은 달러화가 평가 절하될 때 막대한 자산 가치의 감소를 겪게 되며, 또한 중국 수출업체들의 수출 경쟁력과 이윤율이 악화된다. 따라서 중국은 달러화의 가치를 유지할 유인 동기가 있으며, 달러화의 가치가 하락할 때 달러화를 구매하여 가치를 유지하였다.²²¹⁾

220) 김기수, *op.cit.*, pp.644-646.

221) Gregory Chin and Eric Hellerner, "China as a Creditor: A Rising Financial

중국의 달러 준비 자산의 축적은 중국이 미국의 채무자로서 잉여 달러를 미국으로 환류시키는 역할을 할 뿐만 아니라, 달러화 가치의 하락을 막는 방패막이 역할을 하게 되었다는 것이다. 이것이 국제금융통화체제에서 달러화에 ‘연루(entrapment)’된 중국의 위치를 나타내주는 것이다.²²²⁾ 다음 <그림 5-10>이 1978년에서 2011년까지 중국의 외환 준비금 보유량의 변화 추이이다.

<그림 5-10> 중국의 외환 준비금 보유고 변화 추이, 1978년~2011년²²³⁾



그런데 중국이 수출 주도 성장 정책을 펴기 시작하면서 중국의 저임금과 더불어 위안화의 환율은 수출 경쟁력을 위해 중요한 요소가 되었다. 미국은 중국의 대미 무역 흑자 시정을 요구하면서 구체적 방안으로 위안화의 평가 절상을 지속적으로 요구했다. 그런데 중국은 위안화 환율 결정

Power?” *Journal of International Affairs*, Fall/Winter 2008, Vol. 62, No. 1, p.92.

222) ‘연루’의 개념에 대해서는 Kirshner, *op.cit.*, 참조.

223) David A. Steinberg, “Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserve?” Eric Helleiner and Jonathan Kirshner eds., *The Great Wall of Money: Power and Politics in China’s International Monetary Relations* (Ithaca: Cornell University Press, 2014), p.72.에서 재인용.

에 있어 1994년부터 ‘관리변동환율제(Managed Floating Exchange Rate System)’을 채택하고 있으며, 2005년부터는 그때까지 달러에 연동시켜 결정했던 위안화 환율을 ‘복수통화바스켓제도(Multicurrency Basket System)’을 채택하여 결정하고 있다. 이는 한편으로는 보다 친 시장적 환율 결정이라는 의미를 갖고 있지만, 다른 한편으로는 미국의 위안화 평가 절상 압력에 대해 방어 논리의 의미를 갖고 있기도 했다.²²⁴⁾

중국은 1992년 등소평의 ‘남순강화’ 직후 위안화 환율을 대폭 평가 절하시켰으며, 이후 2005년부터 점진적으로 평가 절상을 했고, 글로벌 금융 위기 발발 이후 일정한 환율을 유지하다가 미국이 양적완화를 축소하면서 다시 평가 절하했다. 다음 <그림 5-11>이 위안화의 대 달러 환율 변화 추이 그래프이다.

<그림 5-11> 위안화의 대 달러 환율 변화 추세



(출처 : macrotrends.net)

224) 2016년 12월, 인민은행 산하 중국외환거래시스템(CFETS)은 달러에 대한 위안화 가치가 약세이지만 세계 각국 통화와 종합비교하면 약세가 그리 심하지 않다는 것을 보여 주기 위하여 환율지수를 도입하였으며, 2017년 1월 1일부터 한국의 원화, 남아프리카공화국 랜드화, 멕시코 페소화, 터키 리라화 등 11개 통화를 추가하여 총 24개국의 통화로 바스켓을 구성하고 있다.

미국의 경상수지 적자 해결이라는 관점에서 중국의 대미 무역 흑자가 이슈가 되었지만, 사실 중국의 값싼 제품의 대미 수출은 다른 한편에서는 미국 경제가 인플레이션을 겪지 않고 소비를 유지할 수 있게 해주는 의미가 있었다. 즉 미국은 1990년대 초 경상수지 균형을 달성하였지만, 1995년 역플라자 합의를 전후하여 경상 수지 적자가 다시 확대되었다. 앞에서 살펴보았던 것처럼 경상 수지 적자에도 불구하고 조정을 연기할 수 있었던 데에는 달러화의 평가 절상으로 인한 수입품의 가격 인하가 인플레이션의 하방 압력으로 작용할 수 있었기 때문이었다.

특히 2000년 나스닥 거품 붕괴 이후 연준은 몇 차례 금리 인하를 단행했다. 이러한 금리 인하는 금융 시장과 실물 경제에 유동성을 공급하여 위기적 상황을 타개하고자 하는 것이었지만, 유동성의 과잉 공급은 결국 화폐 가치의 하락, 즉 인플레이션을 야기하게 된다. 그럼에도 불구하고 인플레이션이 가시적으로 나타나지 않았던 데에는 값싼 중국 제품의 미국 소비 시장 진입으로 인하여 소비자 물가가 억제될 수 있었기 때문이었다.

결국 중국의 부상은 미국의 경상수지 적자가 대미 무역 흑자국의 대미 자본 수출로 메워지는 국제금융통화체제에 있어 산유국과 일본 및 독일 등 선진 자본주의 국가들이 해왔던 역할을 물려받아 중국이 미국의 주요한 파트너가 되었음을 의미하는 것이었다. 그런데 포스트 브레튼우즈 시기 국제금융통화체제에 있어 미국의 경상수지 적자를 메워주는 대미 무역 흑자국은 항상 미국의 동맹국이었다. 그러나 이제 미국의 동맹국이 아닌 국가가 최대의 대미 채권국이 된 것이며, 이는 플라자 합의, 루브르 합의 및 역플라자 합의처럼 미국 경제의 조정을 전가하거나 연기함에 있어 동맹국 간의 거버넌스를 통한 환율 조정 방식이 더 이상 작동하기 어렵다는 것을 보여주는 것이었다. 즉 중국의 부상이 미국의 인플레이션을 억제해주는 효과를 야기했다는 점에도 불구하고 미국의 입장에서는 동맹국이 아닌 중국의 부상에 대한 견제와 균형이 작동해야 함을 보여주는 것이었다.

중국의 환율 문제에 대해서는 이미 1990년대 말부터 산업계에서 우려가 나오고 있었다. 1998년 2월 24일, 하원 '세입위원회 산하 무역소위원회

회(Subcommittee on Trade of Committee on Ways and Means, House of Representative)’는 ‘아시아무역이슈 청문회(Hearing on Asia Trade Issues)’²²⁵⁾를 열었다. AMP 사의 허드슨(William J. Hudson) 사장이 ‘미국전자제품협회(American Electronics Association)’, ‘전미제조업협회(National Association of Manufacturers)’ 및 ‘미-태평양경제협의회(U.S. Pacific Basin Economic Council)’을 대표하여 참석했다. 청문회에서 그는 다음과 같이 증언했다.

“우리의 과제는 아시아 국가들이 더 이상 통화의 평가 절하를 하지 못하도록 하고, 해당 지역에서 신뢰를 형성할 수 있는 정책을 수립하는 것이다. 즉각적인 도전은 가능한한 빨리 이러한 근본적인 개선이 없다면, 중국과 홍콩은 현재 전념하고 있는 달러와의 환율 관계를 유지하지 못할 수도 있다. 만일 그들이 평가 절하한다면 그 지역으로부터 수출이 확대되어 미국과 유럽 경제에 새로운 압력이 될 것이다. 이러한 압력들은 삶의 질과 정책은 특징 그리고 전 세계의 국제 협력 수준에 해로운 영향을 끼칠 것이다 …… 미국전자제품협회와 여타 조직들의 주된 우려 사항은 일본을 포함해서 아시아 지역의 국가들이 지나치게 수출 주도 성장에 의존하고 있다는 것이다 …… 일본은 자국 경제를 부양할 필요가 있으며, 시장 개방을 확대해야 한다. 중국은 책임 있는 역할을 지속해야 한다.”

2000년대에 들어와 중국 저가 제품의 수입 급증과 통화연동제(peg)로 인한 가격 경쟁력 문제로 수출 및 내수 업체들의 불만이 높아졌다. 2003년 6월 25일, 하원의 ‘소기업위원회(Committee on Small Business, House of Representative)’에서 개최한 ‘소기업과수출기업에끼치는해외 통화조작효과에대한청문회(The Effect of Foreign Currency Manipulation on Small Manufactures and Exporters)’²²⁶⁾에서 ‘제조

225) Subcommittee on Trade of Committee on Ways and Means, House of Representative, *Hearing on Asia Trade Issues* (Washington D.C: Government Printing Office, 1998).

226) Committee on Small Business, House of Representative, *The Effect of Foreign Currency Manipulation on Small Manufactures and Exporters*

기술협회(Association for Manufacturing Technology)’의 대정부 담당 부회장인 프리든버그(Paul Freedenberg)는 다음과 같이 증언했다.

“작년에 미국은 중국과의 무역에서 1,030억\$의 적자를 기록했는데, 이는 세계에서 가장 큰 규모이다. 지난 네 달 기준으로 계산할 때, 올해의 무역 적자는 1,200억 달러에 달할 것으로 보인다. 지난 10년 동안 이러한 속도로 무역 적자가 확대되었다. 중국은 해외 준비금을 대부분 달러로, 한 달에 약 60억 달러의 비율로 축적하고 있다. 이는 불공정 무역 질서이며, 직접적으로 두 국가 통화의 왜곡된 가치와 연관이 있다. 중국의 지난 10년 간 경제 전략은 명백히 자국 통화 가치를 낮게 유지하여, 수출을 지원하고 수입을 억제하는 것이었다. 많은 사람들이 이를 성공적인 전략이라고 보았지만, 다른 관점에서 보면 이것은 실업을 수출하는 기민한 방법이다. 중국의 무역 흑자는 스스로 교정될 것이라고 말하는 사람들에게 나는 미국의 대중국 수입량이 미국의 대중국 수출품에 비해 두 배 이상의 비율로 증가하고 있다는 점을 지적하고 싶다. 이 모든 일의 근본적인 문제가 통화 불균형이다. 만일 통화 불균형이 제거된다면, 중국이 미국 제품에 부과하는 모든 관세를 제거하는 것보다 두 배 이상의 효과가 있을 것이다 …… 이러한 중국의 통화 조작 관행은 301조의 대상이 될 수 있으나, 이를 위해서는 미국 정부가 정치적 의지를 가져야만 가능한 일이다. 이 불공정한 통화 이슈는 재무부 장관의 소관이다. Snow 장관이 중국 측과 서둘러 이 일에 대한 토론을 시작하기를 희망한다.”

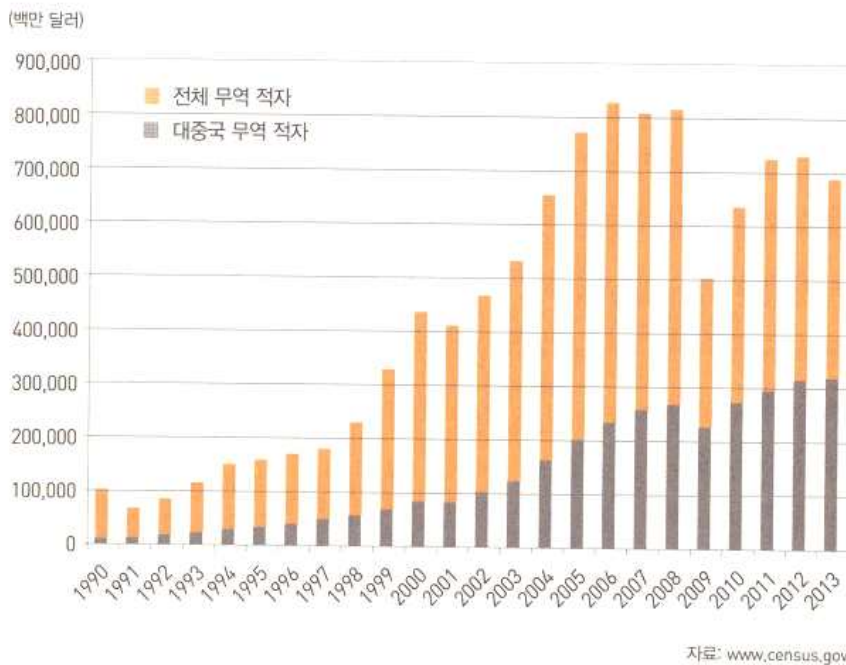
그리고 ‘국내제조자협회(National Association of Manufacturers)’를 대표하여 Falcon Plastic Inc. 사장 벤더(Jay Bender)는 중국의 저가품 수입으로 미국 내 일자리가 사라지고 있다는 증언을 했으며, ‘국제경제연구소(Institute for International Economics)’의 버그스텐(Fred Bergsten)은 “달러화의 가치를 수정하는 것이 필요하며, 유로화도 역시 더 큰 조정이 필요하지만, 그보다는 근본적으로 중국, 일본, 한국 그리고 동아시아의 다른 국가들에 대해 달러화 가치가 평가 절하되어야 한다. 이

(Washington D.C: Government Printing Office, 2003).

들 국가들, 특히 중국과 일본은 통화 가치의 재조정을 위하여 자신들의 경쟁적인 평가 절하 정책을 수정해야만 한다. 미국과 G-7 국가들은 이러한 변화가 가능하도록 다음 달에 이 문제를 가장 우선적으로 다루어야만 한다”고 주장했다.²²⁷⁾

즉 일본과 더불어 중국이 무역 적자의 중요한 상대국이 되었으며, 중국의 연동 환율제를 통한 통화 조작이 점차 이슈로 부각하고 있었다. 그러나 이 문제의 해결을 위해 달러화의 평가 절하를 위한 협력적 개입이 제안되거나 검토되지는 않았다. 다음 <그림 5-12>가 미국의 대중국 무역 적자 변화 추이이다.

<그림 5-12> 미국의 대중국 무역 적자 변화 추이²²⁸⁾



227) Committee on Small Business, House of Representative, *Hearing on The Effect of Foreign Currency Manipulation on Small Manufacturers and Exporters* (Washington: Government Printing Office, 2003).

228) census.gov., 정필모, 『달러의 역설』, p.195에서 재인용.

2) 위안화, 유로화의 부상과 미국의 통화 정치

이러한 글로벌 불균형에 대해 그린스펀에 뒤를 이어 연준 의장이 된 버냉키는 2005년 연설에서 개발도상국들을 중심으로 과잉 저축(saving glut)이 일어나고 있기 때문이라고 설명했다. 그는 과잉 저축은 일련의 금융 위기를 경험하면서 ‘외환 준비금(foreign reserve)’을 축적하기 때문이라고 했다. 이러한 축적의 이유는 1996년, 신흥 아시아 국가들과 중남미 국가들은 순채무국이었지만, 1994년 멕시코, 1997년 아시아, 1998년 러시아, 1999년 브라질, 2002년 아르헨티나 등에서 금융위기를 겪은 학습 효과로 신흥 시장 국가들이 국제 자본의 급격한 유출입과 그에 따른 급격한 통화 가치 변동에 대비하여 시장에 개입할 수 있도록 준비하려는 것이라고 설명했다. 이렇게 축적한 외환 준비금은 대부분 달러화로, 미국 재무부 채권이나 미국의 달러표시 자산을 매입하는데 사용되었으며, 따라서 신흥 시장 국가들은 경상 수지를 흑자로 만들기 위해 노력을 경주했다. 또 다른 요인은 원유 가격의 인상이었다. 석유 수출을 통해 경상 수지 흑자를 확보한 국가들은 중동 산유국들과 러시아, 나이지리아, 베네수엘라 등의 국가들이었다. 간단히 말해 1990년대 중반 이후의 사건들이 개발도상국들의 경상 수지 포지션을 흑자를 만들어 주었으며, 이로 인해 개발도상국들과 신흥 시장 국가들이 현재 국제 금융 시장에서 대규모 순채권국이 되었다. 반면에 미국은 이자율이 낮은 상태에서 주식 시장이 강세를 보이면서 저축 대신 금융 시장으로 자금이 몰려 들었으며, 이후 2000년의 나스닥 시장 거품 붕괴를 겪으면서, 미래를 위해 저축할 수 있는 여력이 소진되었다. 이러한 경험은 미국뿐만이 아니라 독일과 일본을 제외한 선진 자본주의 국가들에서 동일하게 나타난 현상이었다. 글로벌 과잉 저축 국가들이 해외 부채를 감축하고, 통화 가치를 안정화 시키며, 금융 위기의 가능성을 줄이면서 혜택을 보는 것이 사실이지만, 장기적으로 보자면 국제 자본 흐름의 현재 패턴은 생산적이지 않다. 결국 미국의 대규모 경상 수지 적자는 해외로부터의 용자를 필요로 한다. 미국의 경상 수지 적자에 대한 근본적인 원천은 중장기적으로 이 상황이 궁극적으로

개선되기 시작할 것이라고 진단했다.²²⁹⁾

이 연설을 보충한 2007년 연설에서 1996년에서 2004년 사이에 개발도상국들의 경상수지 포지션이 약 800억 달러 적자에서 3,000억 달러 흑자로 선회했으며, 특히 중국의 국내 저축이 국내 투자보다 증가하여 경상수지 흑자가 약 600억 달러에 달했다는 것을 지적했다. 중국의 급격한 국내 저축 신장은 저발전된 금융 영역과 취약한 사회 안전망 사이에서의 예방적 동기를 갖고 있는 상황에서 강력한 소득 성장이 있었기 때문이라고 분석했다. 이러한 글로벌 과잉 저축이 미국으로 유입된 것은 높은 생산성과 깊은 자본 시장이 해외 자본의 유입에 매력적이었기 때문이라고 했다.²³⁰⁾

즉 버냉키는 글로벌 불균형의 근본적인 원인을 동아시아 중심의 신흥시장 국가들과 산유국들의 과잉 저축으로 분석했으며, 그중 특히 중국의 부상을 지적했다. 아울러 미국의 높은 생산성과 깊은 자본 시장이 글로벌 자본이 유입되기에 가장 매력적인 투자처가 되었기 때문이라는 것이었다. 이 시각은 향후 글로벌 금융 위기의 원인에 대한 논쟁으로까지 확대된다. 글로벌 과잉 저축 vs. 미국의 과잉 소비로 대별되는 이 논쟁은 결국 글로벌 불균형의 문제를 어떤 시각에서 보든지 어떻게 해결할 것인가 하는 과제를 안고 있었다. 특히 글로벌 과잉 저축의 시각은 문제 해결의 주체가 미국이 아니라 과잉 저축을 하고 있는 국가여야 한다는 의미를 내포하는 것이었다. 이러한 점에서 볼 때 미국이 글로벌 불균형의 문제 해결, 즉 미국 경상수지 적자 문제의 해결을 위해 지금까지도 환율 조작국 감시와 더불어 강력한 시장 개방 압박을 주던 정책 수단으로 삼고 있는 것을 패권국 통화 정치의 현재 유형으로 볼 수 있을 것이다. 2002년 달러 인덱스가 정점을 찍은 이후 미국은 달러화 가치의 방향성을 평가 절하로 잡고자 하였는데, 1985년의 플라자 합의 당시와 다르게 양자 간 관계에서의

229) Ben S. Bernanke, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit," Speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 2005. 3. 10.

230) Ben S. Bernanke, "The Global Imbalances: Recent Developments and Prospects," Speech at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11, 2007
(<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070911a.htm>)

압박인 환율 조작국 지정을 활용하고 있다. 이는 글로벌 불균형의 가장 큰 파트너가 일본이나 독일과 같은 동맹국이 아니라 중국이라는 점에서 플라자 합의 당시와 같은 협력적 시장 개입을 기대하기 어렵다는 점이 중요한 원인으로 작용한 것이라 할 수 있다.

글로벌 불균형의 지표라 할 수 있는 미국 국채 보유의 현재 국가별 현황은 다음 <표 5-1> 미국 재무부 증권 국가별 보유 현황(2017년 6월 현재)을 통해 알 수 있다.

<표 5-1> 미국 재무부 증권 국가별 보유 현황(2017년 6월 현재)

Exhibit 12: Value of foreign holdings of U.S. Treasury securities, by major investing country
Billions of dollars

	Total	Long-term	Nominal	TIPS	Floating-rate notes	Short-term
China, mainland	1,240	1,238	1,068	170	*	2
Japan	1,146	1,086	1,044	42	1	61
Ireland	269	235	199	20	16	35
Cayman Islands	268	175	111	57	7	93
Brazil	251	239	217	13	8	13
Switzerland	238	207	182	24	1	31
United Kingdom	228	199	154	41	4	29
Luxembourg	225	180	146	21	13	45
Taiwan	188	185	171	14	*	3
Hong Kong	185	137	99	4	34	48
Rest of world	2,029	1,706	1,498	164	43	324
Total	6,268	5,585	4,889	569	127	683
<i>Of which: Holdings of foreign official institutions</i>	4,034	3,761	3,322	359	80	272

(출처 : Department of Treasury)

이 표에서 알 수 있듯이 중국은 일본을 제치고 미국 국채를 가장 많이 보유한 국가가 되었다. 미국 국채는 연준이 2조 4,000억 달러를 보유하고 있으며, 해외 국가들의 경우 보유 순위별로 보면 중국 1조1,500억 달러,

일본 1조900억 달러, 아일랜드 3025억 달러, 브라질 2,697억 달러이다.

그런데 글로벌 불균형 문제가 역플라자 합의 이후 전환의 결과이면서 미국이 직면한 도전이라면, 역플라자 합의의 결과는 아니었지만 새롭게 나타난 또 다른 도전이 바로 유로화의 등장이었다. 그것은 글로벌 불균형의 상황에서 트리핀 딜레마가 지적하듯이 국제 수지 적자가 확대되어 달러화에 대한 신뢰가 약화된다면 달러화에 대한 대안 통화의 의미를 가질 수 있기 때문에 도전이라고 인식될 수 있었다.

1970년 베르너 보고서에서 비롯된 유럽 단일 통화 논의는 1979년 회원국 통화 간 환율 변동을 제한하는 ‘환율 조정 장치(ERM, Exchange Rate Mechanism)’를 구축하면서 이를 운영하는 제도로써 ‘유럽통화제도(EMS, European Monetary System)’을 결성한데 이어, 1989년에 발표된 ‘들로르 보고서’에 입각하여, 1991년 12월, 흔히 ‘마스트리히트 조약(Maastricht Treaty)’이라고 부르는 ‘유럽연합협약 조약(Treaty of European Union)’이 체결되었으며, 1993년 발효되었다. 그리고 이어서 1998년 ‘유럽중앙은행(ECB, European Central Bank)’이 설립되었으며, 1999년, 유럽 단일 통화로 유로화가 도입되었으며, 2002년에 유로화가 통용되기 시작했다. 이러한 일련의 과정을 통해 유럽 단일 통화체제인 ‘유럽통화동맹(EMU, European Monetary Union)’, 즉 유로존이 출범하게 되었다.²³¹⁾

국제 기축 통화인 달러화는 국제적 거래의 결제 수단이지만, 결국 미국의 일국 통화이다. 기축통화 발행국인 미국은 거시경제 정책에 있어 모든 국가들에 비해 상대적인 자율성을 갖게 되며, 미국의 거시 경제 정책에 따른 영향은 달러화를 통해 체제로 전파되며, 곧 체제 내의 모든 국가들에게 영향을 끼치게 된다. 따라서 여타 국가들은 패권국의 거시경제 정책이 야기하는 부정적인 효과에 대해 어떤 형태로든 반응해야 한다. 이는 첫째, 패권국의 정책 조정 요구에 대한 수동적 수용, 둘째, 패권국으로부터 야기된 부정적 효과의 완화를 위한 소규모 협력 체제의 구축 등이다. 특히 패권국의 일방적인 거시경제 정책이 국가들 간의 상호 경제 관계를

231) 박성훈, 이정연, “유럽 경제통화동맹(EMU)의 체제 위기: 원인 분석 및 향후 전망,” 『경상논총』 32권 2호 (2014. 6), pp. 111-112.

불안정하게 만드는 경우에 이들 국가들은 협력을 통해 패권국을 공동 견제 또는 제어하려는 동기가 커지게 된다.²³²⁾

유로화의 출범은 바로 국제금융통화체제에서 패권적 지위를 갖고 있는 미국의 행태에 대한 유럽 국가들의 대응이었다는 점에서 국제정치적 의미를 갖는다. 따라서 이러한 체제적 맥락을 갖고 있는 유로화의 출범은 1999년 탄생 전부터 국제금융통화체제에서 기축통화로서 달러화의 지위를 위협할 수 있는 새로운 통화로 간주되었다. 유로존의 경제적 규모가 미국에 버금가는 시장이라는 점에서, 국제금융통화체제에서 유로화가 경제규모에 걸맞는 위상을 지닌 통화가 될 수 있다는 유럽의 기대와 미국의 우려가 동시에 존재했던 것이다.

이러한 기대와 우려는 유로화의 출범 직후 유로화의 환율과 각 국가들의 외환 준비금에서 유로화의 비중을 통해 현실화된다. 즉 유로화에 대한 강한 기대는 유로화의 가치가 지속적으로 평가 절상되는 것과 각 국가들의 외환 보유고에서 유로화의 비중이 커지고 달러화의 비중이 감소하는 것으로 나타날 수 있었다. 이점이 미국이 우려하는 점이었다. 다음 <그림 5-13>이 유로화 출범 이후 달러화 대비 유로화의 환율 변동 추이이다.

232) Randall Henning, "Systemic Conflict and Regional Monetary Integration: The Case of Europe," *International Organization*, Vol. 52, No. 3 (Summer, 1998), pp.541-547.

<그림 5-13> 달러 대비 유로화 환율 변화 추이, 1999년~2007년



(출처 : Federal Reserve Bank of St. Louis)

그림에서 나타나듯이 유로화가 실질적으로 유통되기 시작한 2002년부터 달러화 대비 유로화의 가치가 평가 절상되는 추세를 보였다. 이는 유로화가 갖고 있는 한계에도 불구하고 유로화에 대한 기대가 크게 존재하고 있음을 보여주는 것이다. 유로화에 내재된 기본적인 한계로는 중앙 정부가 존재하고 있지 않다는 점을 지적할 수 있다. 유럽중앙은행의 상위에는 정부가 존재하고 있지 않기 때문에, 자국의 거시경제 정책적 자율성에 입각하여 통화 정책을 구사하는 미국의 달러화와 같은 수준에서 유로화의 통화 권력을 논하는 것은 근본적 한계가 있다. 이는 중앙 정부가 존재하지 않는 유로존의 경우 국제 기축통화 발행국이 떠안아야 하는 부담-국제 유동성의 공급이 자국 통화 가치를 하락시키고 결국 자국의 인플레이션을 유발할 수 있다는 부담-을 책임질 수 있는 주체가 없다는 점이기도

한 것이다. 이러한 한계에도 불구하고 유로화가 출범 초기부터 강세를 보였던 것은 위에서 지적한 기대감과 더불어 2000년 나스닥 붕괴와 2001년 9.11 테러 이후 미국이 금리 인하를 통해 약한 달러 정책으로 돌아선 것의 영향이었다 할 수 있다.

유로화의 환율과 더불어 유로화에 대한 기대를 평가할 수 있는 각국의 외환 준비금에서 유로화의 비중은 소폭으로 증가하는 추세를 보였다. 2002년부터 통용된 유로화는 외환 준비금 중 할당 준비금(allocated reserves)에서 70%대를 유지해왔던 달러화를 60%대로 끌어내리고, 20%대의 비중을 차지하게 된다. 그렇지만 2000년대 초반 이 비중은 큰 차이를 보이지는 않았다. 2002년 4분기 기준으로 23.65%에서 2003년 4분기에 25.03%, 2004년 4분기 24.68%, 2005년 4분기 23.89%, 2006년 4분기 24.99%를 기록했다. 2007년 미국의 서브프라임 금융위기의 여파로 2007년 4분기에 26.14%를 기록하면서 최고치를 보인다. 그러나 이 역시 그 이전과 큰 차이를 보이는 것은 아니다. 다음의 <표 5-2>²³³⁾가 각 국가들의 외환 준비금에서 주요 통화들의 비중 변화 추이다.

233) 이 표는 할당 준비금에 대한 구성 비율을 나타낸 것이다. IMF의 'Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)'의 Table Data에서 1999년에서 2007년까지로 기간으로 재구성했으며, 매 연도 4분기의 외환 준비금 비율 데이터를 기준으로 재구성한 것이다.

<표 5-2> 할당 잔고(allocated reserves) 배분 구조비율 (단위 : %)¹⁾

	1991	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
달러화	77.29	71.13	71.51	66.50	65.45	65.51	66.51	65.04	63.87
유로화	18.33	18.29	19.18	23.65	25.03	24.68	23.89	24.99	26.14
엔화	6.25	6.06	5.04	4.94	4.42	4.28	3.96	3.46	3.18
파운드화	2.80	2.75	2.70	2.92	2.86	3.49	3.75	4.52	4.82
스위스프랑화	0.24	0.27	0.25	0.41	0.23	0.17	0.15	0.17	0.16
기타 통화	1.70	1.49	1.31	1.58	2.01	1.87	1.74	1.81	1.83

1) IMF 관여관보 재구성 (http://data.imf.org/regular.aspx?key=41175)

(출처 : IMF 자료를 바탕으로 재구성)

환율의 변화와 준비 통화 구성 비율의 변화를 고려할 때, 유로화의 등장 자체가 국제금융통화체제에서 달러화의 일극적 지위를 위협할 정도로 달러화와 유로화의 통화 권력 갈등이 존재했다 할 수는 없다. 그러나 거래통화로서 그리고 준비통화로서 달러화의 대안이 등장했다는 점 때문에, 달러화의 독점적 지배 구조에서 벗어나고자 하는 국가들을 중심으로 국제기축통화로서 달러를 대체하여 유로화를 사용하자는 제안이 등장하는 것이 위협적 요인이었다.

이와 더불어 미국의 나스닥 시장 거품 붕괴로 달러화 가치가 하락하고, 미국 경제에 대한 신뢰도가 약해지면서 대안으로서의 유로화에 대한 관심이 증가하여 유로화는 달러화에 대한 위협이 될 수 있었다. 달러화에 대한 대안으로서의 유로화의 가능성은 실제 2007년 미국의 서브프라임 금융위기가 발발하자 현실에서 어느 정도 실현되었다. 석유개발기구 국가들은 석유-달러 체제에서 막대하게 구축했던 달러 표시 자산의 가치가 지속적으로 하락하게 되자, 특히 자국 통화를 달러화에 페그시키고 있었던 사우디아라비아, 아랍에미리트연합(UAE, Unite Arab Emirates) 같은 주요 산유국들은 달러화의 가치 하락으로 막대한 피해를 보았다. 이렇게 되자 2007년 11월, 석유개발기구에서는 원유 결제통화를 달러 대신 다른 통화로 바꾸자는 이란과 베네수엘라 등의 요구에 밀려 결제 화폐 변경에 대한 공식적 연구를 허용하기로 결정했다.²³⁴⁾

물론 이는 이후에 진행이 구체적으로 현실화되지는 않았으나, 유로화가 달러화의 대안으로 고려될 수 있음을 보여주는 사건이었다. 2011년 남유럽 재정위기 이후 유로화의 위상을 고려할 때, 유로화가 당분간 달러화의 대안이 될 수는 없겠지만, 미국보다 더 많은 인구와 더 큰 경제 규모를 가진 유로존이 있는 한 유로화는 존재 자체가 미국에게 잠재적인 도전이 될 수 있다는 것이다.

역플라자 합의 이후 국제정치경제적 전환으로는 글로벌 불균형 문제를 들 수 있을 것이다. 냉전 시기 일본 및 독일이 최대 대미 흑자국이었지

234) *Ibid.*, pp.361-362.

만, 역플라자 합의 이후 서서히 중국이 부상하면서 2000년대에 들어와 중국은 최대 대미 흑자국이자, 최대 외환 준비금을 보유한 국가로서 그 위치가 격상되었다. 그러나 일본이나 독일과 달리 미국의 동맹국이 아닌 중국의 부상은 미국에게 중요한 도전이 되고 있다. 이와 더불어 전환의 결과는 아니지만 유로화의 등장은 달러화의 대안이 될 수 있다는 점에서 등장 초기부터 관심의 초점이 되었으며, 미국의 입장에서는 신경써야하는 문제였다.

이제까지 살펴본 전환의 결과는 구조적 차원의 것이었다면 전환이 구체적으로 현실 경제에 끼친 사건은 나스닥 시장의 거품과 붕괴였다. 이는 마치 플라자 합의 이후 일본에서 자산 시장 거품이 발생하고 붕괴한 것과 그 진행과정은 유사했다. 그러나 그 메커니즘은 사뭇 다른 것이었다. 이제 미국의 나스닥 시장 거품과 붕괴를 살펴보도록 하겠다.

(3) 나스닥 시장의 거품과 붕괴 : 불안정한 국제 금융

1) 역플라자 합의와 아시아 금융위기

1995년의 역플라자 합의로 엔화 환율은 V자로 상승하였고, 엔화 가치는 급격하게 평가 절하 되었다. 엔화 약세는 일본의 수출 경쟁력을 강화해주는 측면보다 아시아 국가들의 경제에 더 큰 영향을 미쳤다. 수출 주도 성장으로 ‘호랑이 경제(tiger economy)’로 칭송 받았던 아시아 국가들-한국, 홍콩, 싱가포르, 대만 등 네 마리 호랑이로 불렸던 국가들과 인도네시아, 말레이시아, 태국 등 신흥 공업 경제들-은 1970년대 중반 이후 연간 평균 7% 성장률을 보였으며, 1980년대에 들어와서는 연간 9% 이상의 성장률을 기록했다. 그런데 ‘아시아 발전 모델(Asian developmental model)’이라고 칭해졌던 이들 국가들의 발전 전략 하에서 기업들은 은행 대출에 과도하게 의존했다.²³⁵⁾

235) Shalendra D. Sharma, *The Asian financial crisis: Crisis, reform and recovery* (New York: Manchester University Press, 2003), p.26.

문제는 이들 국가들이 1990년대 중반에 들어오면서 경상수지가 적자로 전환되기 시작했다는 것이다. 그 이유는 일본과 중국 및 멕시코 변수가 제공했다. 앞에서 설명했던 것처럼 아시아 최대의 경제 대국인 일본이 1992년을 고비로 거품 경제가 붕괴되면서 경기침체에 빠지기 시작했다. 일본의 경기 침체는 아시아 국가들의 제품에 대한 일본의 수입 수요 축소로 이어졌다. 특히 1995년의 역플라자합의는 달러화에 연동(peg)되어 있던 아시아 국가들의 통화 가치가 절상되는 효과를 낳았으며, 따라서 아시아 국가들의 대 일본 수출품 가격은 인상되는 효과를 나타냈다. 결국 일본의 아시아 국가들에 대한 수입은 더욱 축소되었다. 또한 유로화의 출범을 앞두고 있던 1995년에 유럽 지역 국가들의 통화들이 달러화 대비 25% 평가절하 되었다. 따라서 달러화에 연동되어 있던 아시아 국가들의 통화는 일본의 엔화뿐만 아니라 유럽 지역 국가들의 통화에 대해서도 평가절상 되었다.²³⁶⁾ 이는 수출 주도 성장을 해왔던 아시아 국가들의 수출 경쟁력을 심각하게 훼손하는 것이었다.

바로 이러한 상황에서 중국이 아시아 국가들의 주요 수출 시장이었던 미국과 일본 시장을 빠르게 잠식하기 시작했다. 중국은 1994년 1월 1일, 위안화의 공식 환율을 달러 당 5.20 위안에서 8.30 위안으로 37%나 평가절하하여 수출 경쟁력을 강화했다. 1990년~1995년 사이 중국의 수출 성장률은 달러화 기준으로 연평균 22%에 달하였다. 멕시코 역시 수출 경쟁에서 중요한 변수가 되었다. 1990년대에 들어오면서 멕시코의 주력 수출품으로 부상한 가전제품과 자동차 부품 등은 아시아 국가들과 치열한 경쟁을 벌이며 수출 가격의 하락을 부채질했다. 특히 1994년 1월 1일 발효된 북미지역 자유무역협정과 ‘데킬라 위기’로 인한 멕시코 폐소화의 급격한 평가절하는 아시아 국가들의 북미 지역 시장 점유율을 현저하게 떨어뜨렸다.²³⁷⁾

오랫동안 수출 확대를 통한 경제 성장 전략을 견지해온 아시아 국가들에게 수출 성장률의 둔화는 큰 타격이 될 수밖에 없었다. 이들 국가들은

236) 안승국, “동아시아 금융위기에 대한 정치경제적 재조명: 한국, 태국, 인도네시아의 사례비교,” 동서연구 제11권 제2호 (1999), p.55.

237) 박정태, 『아시아 경제위기, 1997~1998』 (서울: 부키, 1998), pp.42-43.

수출 부진에 따른 국내 경기의 위축을 내수 확대를 통해 만회하고자 했으며, 외화 부족 문제는 자본 수지의 흑자, 곧 금융 기관과 기업의 외자 유치를 통해 해결하고자 했다. 당시 외국 자본의 이자율이 아시아 국가들의 국내 이자율에 비해 훨씬 낮았기 때문에 이러한 해결 방식이 가능했지만, 그 결과 이들 국가들의 외채는 급속도로 늘어나게 되었다. 이는 결국 외채를 갚기 위해 외채를 다시 들여와야 하는 악순환으로 이어졌다.

수출 성장률의 하락과 외채 증가와 더불어 아시아 국가들의 경제에 만성적으로 자리를 잡고 있었던 과잉 중복 투자 문제와 그로 인한 생산성 저하 문제 역시 아시아 금융위기를 촉발하게 된 주요 원인 중의 하나였다. 그러나 더욱 큰 문제는 금융 시스템의 취약성이었다. 1990년대 들어와 아시아 국가들도 금리 자유화 조치가 실시되었고, 금융 자유화를 위한 제반 조치가 실시되기 시작했다. 한국, 태국 및 인도네시아에서는 금융 기관의 설립과 외화 차입 규제가 대폭 완화되었다. 이렇게 되자 금융 자유화로 인해 증가된 금융 기관들은 해외 차입금을 경쟁적으로 끌어들이 대출이 급격하게 확대되었다. 한국의 경우 1993년 GDP의 4.5%였던 은행권의 외채가 1997년 중반, 9.5%로 두 배 이상 확대되었다.²³⁸⁾

이와 더불어 1990년대 초반부터 나타난 거품 경제의 문제가 1990년대 중반에 들어와 불거지기 시작했다. 1980년대와 1990년대 초반까지 아시아 국가들은 지속적인 경제 성장을 통해 지속적인 소득 성장을 보였으며, 이는 폭발적인 주택 수요의 급증을 불러왔다. 더구나 수출 성장률이 하락하면서 해외 수요 감소를 내수 확대로 상쇄하고자 하는 정책은 부동산 가격 부양으로 나타났으며, 이로 인해 부동산 시장은 과도하게 비대해졌다. 이 상황에서 해외 자본 유입의 확대는 과잉 유동성으로 신용 팽창을 가져왔고, 이는 아시아 각국 경제에 부동산과 주식시장을 중심으로 거품을 형성하게 되었다. 이 거품이 결국 1990년대 중반에 터지게 되면서 각국의 금융기관들은 엄청난 부실 채권을 떠안게 된 것이었다.

가장 결정적인 문제는 1990년대 초반 순유입을 보이고 있던 해외 자본이 1997년에 들어와 빠져나가기 시작했다는 것이었다. 한국을 위시하여

238) *Ibid.*, p. 53.

인도네시아, 태국, 말레이시아, 필리핀 등 아시아 금융위기를 겪었던 국가들에 유입된 해외 민간 자본은 1994년 405억 달러에서 1996년 928억 달러로 증가했다. 그러나 1997년 이들 국가들에서 단기간에 120억 달러의 민간 자본 순유출이 발생했다.²³⁹⁾ 게다가 이들 국가들에서 금융 기관들의 해외 차입금은 단기였으나, 이를 바탕으로 실행된 대출은 비교적 중장기였기 때문에, 해외 차입이 급증하던 때부터 만기 불일치라는 심각한 문제를 안고 있었다. 단기 외채의 비중이 높아지는 것은 금융적으로 취약해진다는 것을 의미하는 것이었다.

더욱 심각했던 것은 1994년을 고비로 한국, 태국, 인도네시아 등의 국가들에서는 단기 외채가 외환 보유고를 초과하기 시작했다는 점이었다. 이들 국가의 외환 보유고는 1996년 말 현재 한국이 332억 달러, 태국이 377억 달러, 인도네시아가 167억 달러였다. 이들 국가의 단기 외화 부채 비율(단기 외채/외환 보유고)은 한국이 2.09, 태국이 1.55, 인도네시아가 1.48로 단기 외화 부채가 외화 보유고를 훨씬 상회했던 것이다.²⁴⁰⁾ 외환 보유고 대비 단기 외채의 비중이 늘어나는 상황에서, 수출 성장률이 낮아지고 경상수지 적자가 확대되고 있는 상황에 대해 해외 채권자들은 위험 신호로 받아들일 수밖에 없었으며, 따라서 급격한 자본 유출로 귀결된 것이었다.

급격한 자본 유출은 결국 ‘통화 위기(currency crisis)’를 야기했다. 1997년 7월 2일 태국 바트화의 폭락과 함께 통화 위기가 동남아시아의 인접 국가들로 확대되었다. 이러한 아시아 국가들의 통화 위기에는 국제 투기 자본의 통화 공격도 중요한 요인이 되었다. 태국의 경제 펀더멘틀이 나빠지는 것을 감지한 국제 투기 자본은 1996년 말부터 공매도를 통해 대량으로 태국 바트화를 매각하였고, 태국 이외에도 인접국 역시 경제 펀더멘틀의 문제가 있었기에 인도네시아, 말레이시아 등의 통화에 대해서도 국제 투기 자본의 공격이 지속되었다. 각국 정부는 통화 공격에 대한 방어를 위해 외환 시장 개입에 나섰지만 국제 투기 자본의 공격을 방어하는

239) Walden Bello, "The Asian financial crisis: Causes, dynamics, prospects," *Journal of the Asian Pacific Economy* 4(1), 1999, p.35.

240) 박정태, *op.cit.*, p.57.

동안 준비금을 소진하였고, 뒤늦게 금융 시장 안정화 대책과 더불어 변동 환율제로의 이행을 선언했다. 태국, 인도네시아, 말레이시아 등의 국가들을 거쳐 대만도 신대만 달러화의 평가 절하를 단행하게 되었으며, 이로 인해 홍콩 달러화 역시 극심한 공격을 받게 되었다. 급기야는 한국도 통화 위기에 휩싸이게 된다.

통화 위기로 준비금을 소진한 각국 정부는 곧 만기 도래한 외채 상황에 직면하여 디폴트 상황에 빠지게 되었고, 결국 IMF에 구제 금융을 신청하게 된다. IMF는 세계은행(World Bank), 아시아개발은행(ADB, Asian Development Bank) 등 국제기구와 미국, 일본 등 서방 국가들과 함께 구제 금융 지원에 나서게 되면서 아시아 금융위기에 직접 개입하게 된다.

그런데 IMF의 구제 금융에는 이행 조건이 전제되어 있었다. 흔히 '워싱턴 컨센서스(washington consensus)'라고 부르는 이 조건의 가장 큰 특징은 재정 긴축과 고금리 정책, 구조 조정 및 자유화 정책이다.²⁴¹⁾ 워싱턴 컨센서스에 입각한 IMF의 구제 금융에 대한 이행 조건은 1980년대 초 제3세계 부채위기를 겪었던 중남미 국가들이 그러했던 것처럼, 아시아 국가들에게도 물가 양등, 대량 실업 등과 같은 사회 불안을 야기했을 뿐만 아니라, 급격한 경제 위축을 가져왔다. 다음의 <표 5-3>은 금융위기를 겪고 IMF로부터 구제 금융을 받았던 중남미 국가들 및 아시아 국가들이 금융위기를 전후하여 경제 성장이 변화하는 추이를 GDP 기준으로 보여주는 표이다.

241) 이에 대해서는 Stanley Fischer, "The Washington Consensus," C. Fred Bergsten & C. Randall Henning, eds., *Global economics in extraordinary times : essays in honor of John Williamson*, (Washington, D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2012), pp. 11-24 참조.

<표 5-3> 금융 충격과 실질 GDP 변화 추이²⁴²⁾

A. The precedents							
Country and year of panic (= T)	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3	
Argentina, 1995	5.7	8.0	-4.0	4.8	8.6	—	
Mexico, 1995	2.0	4.5	-6.2	5.2	7.0	—	
Turkey, 1994	6.4	8.4	-5.0	6.7	7.3	—	
Venezuela, 1994	7.3	0.3	-2.9	3.4	-1.6	5.1	
B. The Pacific Asian cases							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^a	IMF's prediction of 1999 growth rate (issued Dec. 1998)
Indonesia	8.2	8.0	4.6	-13.6	0.2	4.0	-3.4
Malaysia	9.5	8.6	7.7	-7.5	5.4	5.5	-2.0
South Korea	8.7	7.3	5.5	-5.8	9.4	6.3	-1.0
Thailand	8.8	5.5	-0.4	-10.0	3.9	5.3	1.0

a. The 1999 estimates and 2000 projections are from HSBC Asian Economies Weekly, March 6, 2000.

아시아 금융위기가 발발하자 일본은 발 빠르게 대응했다. 태국이 위기에 빠졌을 때 이른바 ‘아시아통화기금(AMF, Asian Monetary Fund)’의 설립을 추진했다. 1천억 달러 규모의 기금이 있으면 달러에 지나치게 의존하고 있는 아시아 경제가 위기 없이 연속될 수 있다는 취지에서였다. 그러나 이러한 구상은 미국의 강력한 반대로 흐지부지되었다. 미국은 아시아에서 영향력이 줄어드는 그 어떤 조치에 대해서도 강하게 반대했던 것이다. 뿐만 아니라 미국은 양자 간 협력에 대해서도 반대했다. “위기에 빠진 국가에 대한 지원은 IMF를 통해서만 한다”는 것이 미국의 원칙이었다. 이는 당시 미국의 재무부 장관인 루빈이 일본에 보낸 서한에서 밝힌 것으로, 한국에서 위기가 발생한 직후 임창렬 부총리가 일본을 직접 방문

242) Wing Thye Woo, Jeffrey D. Sachs and Klaus Schwab, *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia* (Cambridge: MIT Press, 2000), p.28.

하여 지원 요청을 했을 때 일본이 거절한 근거였다고 한다.²⁴³⁾

아시아 금융위기로 인하여 아시아 국가들의 급격한 경제 위축은 점차 세계 경제로 파급 효과가 나타났으며, 일본과 중국도 이러한 위기의 영향권 내에 들어오게 되었다. 엔화 가치가 급락하고, 위안화 역시 평가 절하 압력에 시달리게 되었다. 이와 더불어 아시아 각국의 금융 시장은 취약성이 커져 한 나라의 불안 요인이 아시아 전체로 파급되면서 위기를 더욱 증폭시켰다. 앞선 단계에서 통화 위기가 아시아 전체로 확산되었던 ‘전염 효과(contagion effect)’가 두드러지게 나타났다면, 이 단계에서는 각국의 위기 상황이 상대국의 위기 상황과 맞물리면서 상승효과를 내는 ‘오버슈팅(overshooting)’ 현상이 명확하게 나타났다. 즉 동남아시아의 위기나 한 단계 발전하면 일본이 타격을 입고, 그에 따라 엔화가 급락하면 동남아시아 국가의 통화가 동반 폭락하고, 위안화의 평가 절하 압력이 거세지며, 이는 다시 엔화의 폭락을 몰고 오는 끝없는 연쇄 하락의 사이클이 나타난 것이다. 아시아 각국의 외환 시장과 주식 시장이 동반 폭락하면서 국제 금융 시장의 불확실성은 더욱 증폭되었다. 그러나 이러한 상황은 미국의 자본에게는 또 다른 기회의 장이 되었다. 1998년 5월까지 미국의 여러 기업들은 아시아 기업들의 매입 대금으로 80억 달러를 지출했다. 1년 전보다 두 배나 더 많은 아시아 기업을 매입한 것이었다. 매입 대상은 첫째가 일본의 금융회사였고, 그 다음이 한국과 태국이었다. 한국에서는 특히 은행과 금융부문의 기업자산이 매입 대상이 되었다²⁴⁴⁾

2) 금융위기의 전염과 나스닥 시장 거품 붕괴

아시아 금융 위기로 국제 금융 시장에서 신흥 시장에 대한 불신이 커지면서 러시아 루블화에 대한 평가 절하 우려로 인하여 1997년 말부터 러시아로부터 국제 자본의 이탈이 발생하게 되었다. 그런데 아시아 금융 위기 이후 세계 경제의 침체로 인하여 원자재 수출에 의존하던 러시아의 경상 수지가 적자로 돌아서게 되면서, 러시아 정부는 외국 자본 이탈에 대

243) 홍창선, *op.cit.*, p.83.

244) Gowan, *op.cit.*, p.115.

한 적절한 대응을 하지 못하게 된다. 이로 인해 외환 보유액의 급격한 감소를 겪던 러시아는 IMF로부터 구제금융을 받게 되었지만, 자국의 위기를 막지 못했으며, 러시아는 결국 1998년 8월 모라토리엄을 선언하고 루블화에 대한 급격한 평가 절하를 단행했다.²⁴⁵⁾

러시아의 모라토리엄 선언은 국제 채권시장을 마비시키다 시피 했다. 뿐만 아니라 미국의 대형 헤지펀드 LTCM(Long Term Capital Management)이 파산 위기에 몰리게 되었다. LTCM은 은행과 투자회사로부터 약 1천억 달러를 빌려 위험 자산에 투자했다. 그러나 LTCM의 순자산은 35억 달러에 불과하여 투자액의 95%가 외부에서 빌려온 돈이었다. 러시아의 모라토리엄으로 LTCM은 하루아침에 40억 달러의 손실을 보았다. LTCM은 부채 상환 압박에 손해를 보면서 보유하고 있던 재무부 채권을 시장에서 매각했으며, 이 결과 채권의 가격은 더욱 떨어졌다. 16개 은행과 월스트리트의 금융기관이 투자하거나 돈을 빌려준 LTCM은 붕괴 직전에 도달했으며, 이로 인해 많은 채권자와 더불어 미국 금융 시스템도 붕괴할 처지에 몰렸다. 이러한 상황에 이르자 그린스펀의 동의아래 뉴욕 연준은 36억 달러의 구제 자금을 마련하여 지원했다.²⁴⁶⁾ 그런데 아시아 금융 위기에 있어 워싱턴 컨센서스를 구제금융의 조건으로 하면서 구제금융 창구를 IMF로 한정했던 미국이 자국의 헤지펀드를 구제한 것은 아이러니한 일이었다. 그러나 이러한 아이러니는 2007년 서브프라임 금융위기 이후 더욱 극명하게 나타나게 된다.

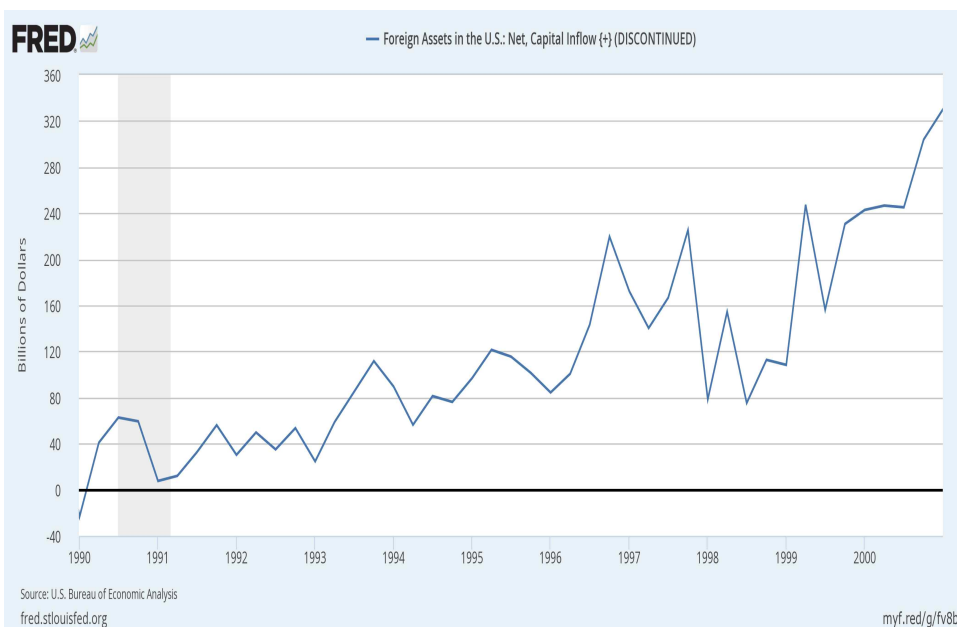
러시아의 모라토리엄 선언에 뒤이어 중남미 각국이 통화 위기의 소용돌이에 빠르게 빠져들게 된다. 이는 세계 각국, 특히 미국과 유럽의 금융 시장에 영향을 끼쳐 국제 금융 시장 전체가 극도로 불안정하게 되었다. 세계의 외환 시장과 주식 시장이 순식간에 패닉(panic) 현상에 빠져들게 되었고, 오버슈팅이 더욱 극대화되고 더욱 빈번하게 나타나게 되었다. 이러한 상황에서 국제 금융 자본은 아시아는 물론이고 러시아와 중남미 등 신흥 시장에서 탈출하였고, 미국과 유럽으로 몰려갔다. 이러한 자본들은

245) 이에 대해서는 김창진, 성원용, “러시아 모라토리엄의 정치 경제,” 『슬라브학보』, 13(2), 1998.12, pp. 217-250. 참조.

246) Batra, *op.cit.*, pp.209-210.

주로 미국 국채 시장으로 집중되었으며, 따라서 미국 재무부 채권의 수익률은 (공급 대비 수요의 초과로) 하락하게 되었다.²⁴⁷⁾ 반면에 여전히 위기의 여파에 시달리고 있던 신흥 시장의 ‘가산금리(spread)’는 급등하게 되었기 때문에 금리의 세계적 양극화 현상이 나타났다. 이러한 상황은 국제 자본의 흐름에 변수로 작용하게 된다. 국제 자본은 금리(수익률) 격차, 환율 추세 및 안전 자산 선호 등 다양한 이유로 자본 흐름의 방향을 선회하게 된다. 그러나 이 시기 미국으로 국제 자본이 유입된 것은 금리 격차에도 불구하고 금융위기가 휩쓸고 지나갈 때에는 안전자산이라고 간주되는 미국의 재무부 채권으로 국제 민간 자본이 쏠리는 현상이 다시 한 번 드러난 것이었다. 다음 그림 <5-14>가 1990년대 미국의 자본 유출입 변화 추이이다.

<그림 5-14> 1990년대 미국 자본 유출입 변화 추이



(출처 : Federal Reserve Bank of St. Louis)

247) Peter Gowan, *op.cit*, p.115.

그렇지만 러시아의 모라토리엄 선언과 LTCM의 파산 위기로 미국의 주식 시장은 1998년 7월을 정점으로 하락하기 시작했다. 연준은 러시아의 모라토리엄과 LTCM 파산 위기라는 두 사건을 계기로 벌어진 혼란에 대응하기 위하여 금리를 0.25% 인하한 5.25%로 조정했다. 이어서 16일 만에 다시 추가로 0.25%를 인하하여 5.0%로 조정한 데 이어 1달 후에 다시 금리인하를 단행하여 4.75%로 조정했다. 이 결과 투기 열풍이 나타나기 시작했다. 1998년 10월 15일에 단행된 기습적인 금리인하 이후 원상태로 돌려진 1999년 11월까지 미국 주식시장의 S&P 500지수는 35% 상승했으며, 나스닥 지수는 무려 두 배로 상승했다.²⁴⁸⁾

그린스펀은 러시아의 모라토리엄과 LTCM의 파산 위기에서 과도하게 유동성을 추구하고 있던 채권 시장의 움직임이 거의 공황 상태에 가까운 것으로 평가했다. 따라서 이를 극복하기 위해 연방공개시장위원회에서 2개월 동안 세 차례에 걸쳐 금리를 인하하는 데에 아무 논쟁이 필요 없었다는 것이다. 사실 러시아가 모라토리엄을 선언했을 때, 연준의 조치가 없었더라도 미국 경제는 계속 건강하게 유지될 가능성이 높았지만, 연준은 여러 가능성 있는 시나리오를 가정한 후 거기에 근거해 대응 정책을 수립하는 방식으로, 과거의 교과서적인 정책 대응에서 벗어났다는 것이 연속적인 금리인하에 대한 그린스펀의 자기 평가였다. 그린스펀은 이러한 금리 인하로 당면한 위기적 상황을 벗어나 1999년에 들어와 미국 경제는 기술혁신과 소비 수요 증가 등의 요인으로 꾸준히 성장 일로를 걸었다고 평가했다.²⁴⁹⁾

이러한 그린스펀의 연속적인 금리 인하는 결국 나스닥 거품으로 귀결되었다. 기술주 중심의 나스닥 시장에서 ‘닷컴(.com)’으로 상징되는 인터넷 관련 기업에 대한 과도한 투자 열풍이 시작된 것이었다. 이러한 열풍의 근저에는 그린스펀의 연준이 개인, 은행, 금융기관 등의 수익에 대해 보

248) William Fleckenstein and Frederick Sheehan, *op.cit.*, pp.70-76.

249) Alan Greenspan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, 현대경제연구원 역, 『격동의 시대: 신세계에서의 모험』 (파주: 북@북스, 2007), pp.290-292.

장할 것이라는 믿음과 만약 손실을 보는 경우에도 그 사태를 수습하고 손실을 보장해 줄 것이라는 믿음이 깔려 있었다. 소위 ‘그린스펀 풋 (Greenspan Put)’에 대한 믿음이었다. 실제로 그린스펀은 2002년, “연준은 자산 가격이 지나치게 높다고 판단해도 시장에 개입하지 않을 것이며, 거품이 터지고 나면 그때 사태 수습에 나설 것”이라는 자신의 의도를 확실히 드러내는 연설²⁵⁰⁾을 함으로써 이러한 믿음을 뒷받침해 주었다.

1999년 2월 11일, 그린스펀은 경제에 관해 낙관적인 발언을 했다. 나스닥 종합지수는 2,301포인트에서 2,406포인트로 96포인트가 올라 하루 상승폭으로 역사상 최고 기록을 세웠다. 주식시장에 대한 대중의 열광과 더불어 러시아 모라토리엄 이후 마땅한 투자처가 없던 돈들이 나스닥에 대거 유입되면서 주가는 폭등할 수밖에 없었다. 단 13개월 만에 나스닥 지수는 최고점인 5,049 포인트에 도달해 119%가 상승했다. 매달 9%씩 올라간 것이다.²⁵¹⁾

그린스펀은 1987년 검은 월요일의 주가폭락을 성공적으로 다룬 이후, 위기가 시작할 시점에 연방기금금리를 내려 수요의 부족을 메우기 위한 부채를 창출해왔다. 그리고 위기가 지나가면 연방기금금리를 다시 올렸다. 그린스펀의 연준은 1998년 가을 연속적으로 세 차례 금리를 인하한 후, 1999년 금리를 인상했다. 그러나 이는 위기가 폭발할 시점을 늦췄을 뿐이고 시간이 흐르면서 투기적 열풍은 점점 거세졌다. 결국 2000년 미국 경제의 거품이 붕괴되었다. 바로 나스닥 시장의 붕괴였다.

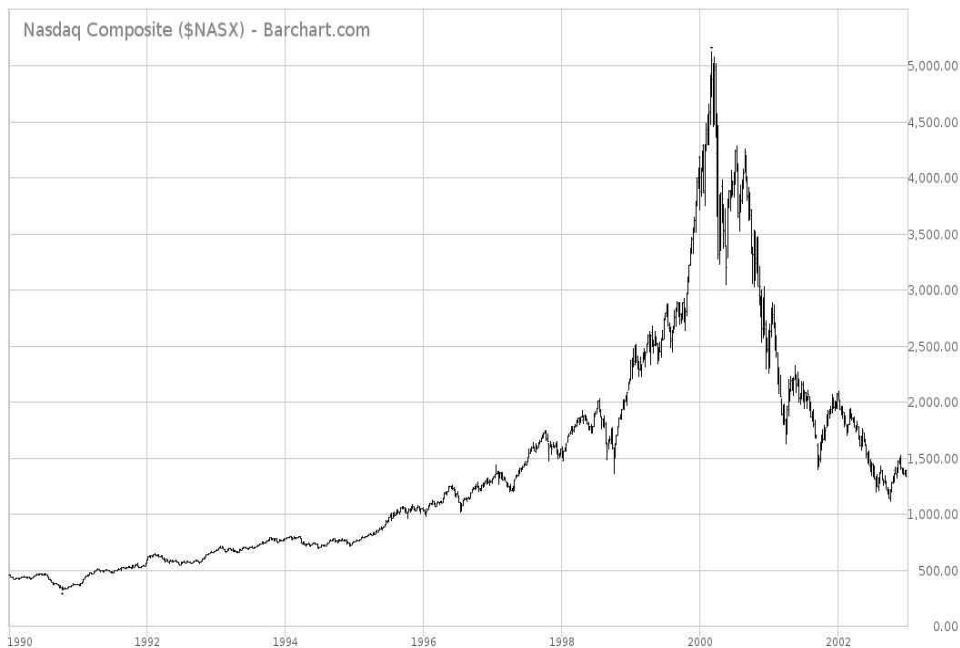
2000년 3월부터 그 해 연말까지 나스닥 지수는 50% 하락했다. 문제는 월스트리트의 향후 전망이 비관적으로 돌아섰다는 점이었다. 그러나 더 큰 문제는 전반적인 경제 상황이었다. 그해 대부분의 측면에서 완만한 경기 둔화 국면에 접어들고 있는 것처럼 보였다. 자동차 업계와 그 밖의 다른 제조업체들의 생산 둔화, 기업 이윤의 예상치 하락, 신규 실업수당 신청자 수의 눈에 띄는 증가, 소비자 신용 악화 등의 현상이 발생하고 있었

250) Alan Greenspan, “Economic volatility,” At a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 30, 2002 (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830/>)

251) Batra, *op.cit.*, pp.215-216.

다. 에너지 분야 역시 경제 둔화를 부추겼다. 2,000년 초반, 유가가 1배럴 당 30 달러 이상까지 치솟았고 천연가스 가격도 상승했다. 그럼에도 불구하고 그린스펀은 부시 대통령 당선자와의 조찬 회동을 하면서 장기적인 경제 잠재력은 여전히 큰 편이라고 강조하면서, 그 근거로 여전히 낮고 안정적인 인플레이션율과 장기적으로 하향 추세에 있는 장기 금리 및 여전히 상승 추세에 있는 생산성 증가를 들었다. 이러한 그린스펀의 설득에 부시는 연준에 대한 신뢰를 표시하며, 연준의 독립성에 대한 자신의 의지를 피력했다. 당시 연준에 있어 가장 중요한 이슈였던 연준의 독립성 문제에 대한 대통령 당선자의 의지를 확인한 셈이었다.²⁵²⁾ 다음 <그림 5-15>가 1990년대와 2000년대 초반의 나스닥 지수 변동 추이이다.

<그림 5-15> 나스닥 지수 변동 추이, 1990년~2002년



(출처 : barchart.com)

252) Alan Greenspan, 2007, *op.cit.*, pp.307-309.

그러나 정작 문제는 그때부터였다. 위 그림에서 보이듯이 나스닥 지수는 지속적으로 하락하여 2002년에는 2000년의 고점 대비 30% 수준으로 하락하였다. 앞의 <그림 5-14>에서 알 수 있듯이 미국으로 유입되던 국제 자본들도 나스닥 거품이 터진 2000년, 순간적인 순유출을 기록하기도 했으며, 이어 2001년에도 순간적인 순유출을 보이는 등 불안정한 흐름을 보였다. 지속적으로 경상수지 적자를 기록하고 있는 미국에 있어 자본의 유출입 문제는 거시 경제 관리를 위해 매우 민감한 문제였다. 달러화 가치는 2002년 2월 달러 인덱스의 고점을 기록한 이후 급격하게 하락했다. 역플라자 합의를 통해 미국 경제의 조정을 연기했던 1990년대 후반, 클린턴 행정부 시절부터 시작되었던 미국의 신경제는 결국 거품으로 귀결되었으며, 그 거품이 터지고 경기 침체의 어두운 그림자가 드리운 것이 밀레니엄을 맞이한 미국의 상황이었다.

나스닥 시장이 붕괴하면서 경기 침체의 상황이 예상되자 이때 비로소 그린스펀은 움직이기 시작했다. 1987년 검은 월요일의 주식 시장 붕괴 직후와 마찬가지로 또 다시 금리 인하에 나서게 된다. 2001년 새해가 시작되자마자 연준은 연방기금금리를 0.5% 포인트 인하하여 6%로 하향 조정하였다. 그리고 이어서 1월 말, 3월, 4월, 5월, 6월에 연속적으로 금리 인하를 단행하여 연방기금금리는 3.75%까지 떨어졌다. 이는 나스닥 붕괴로 인하여 경기 침체 기미가 나타나고 있는 상황에서 금리 인하는 평소보다 훨씬 신속하게 진행되어야 한다는 그린스펀의 생각이 연준에서 관철된 결과였다. 그린스펀은 ‘적시경제(just-in-time economy)’는 적시 통화 정책을 필요로 한다고 생각했던 것이었다.²⁵³⁾

금리 인하에도 불구하고 경기 후퇴는 지속되었다. 연준은 지속적인 금리 인하로 대응하였다. 결국 금리는 2001년 6.5%에서 2003년 6월에는 1% 수준으로 떨어졌다. 이렇게 낮은 금리 수준이 지속적으로 유지된 것은 1971년 변동 환율 제도가 도입된 후 처음이었다. 다음 <그림 5-16>이 2000년대 미국의 연방기금금리 변화 추이이다.

253) Alan Greenspan, 2007, *op.cit.*, pp.315-316.

<그림 5-16> 2000년대 미국 연방기금금리 변화 추이



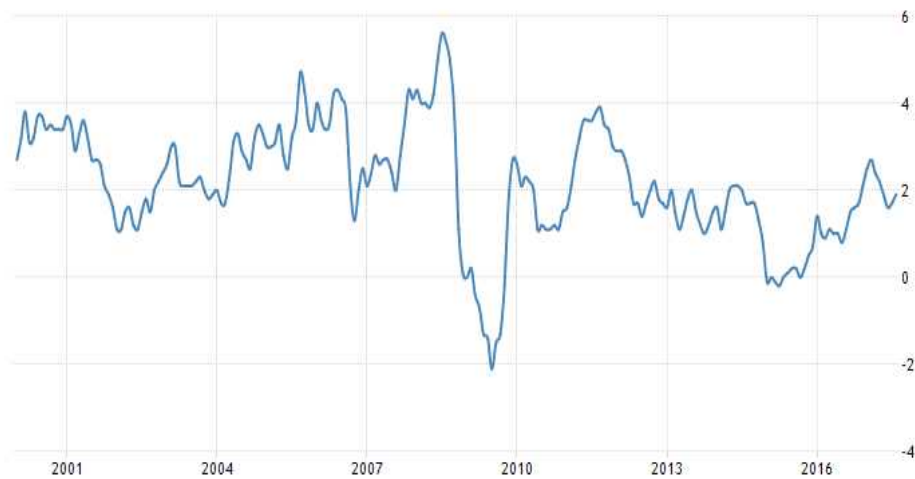
(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 2000년~2017년으로 설정)

연준이 낮은 금리를 지속할 수 있었던 것은 인플레이션율이 높지 않았기 때문에 가능했다. 그러나 실업률은 2000년 나스닥 시장 붕괴 이후 계속 높아져 2002년, 2003년 6% 전후를 기록했다. 저금리 기조 하에서 생산성 증대와 더불어 기업 생산도 계속 늘어났지만, 이것이 고용으로 연결되지 않았던 것이었다. 나스닥 붕괴 이후 경기 후퇴가 공식적으로 끝났다고 인정된 시점인 2003년 6월, 실업률은 반대로 최고조에 달했던 것이다.

인플레이션율은 낮고, 실업률은 높은 현상이 발생하자 연준은 금리를 계속 낮게 가져가야 한다고 판단했다. 실업률은 높은 반면 물가 상승률은 매우 낮은 상황은 연준의 고위 책임자들에게 디플레이션을 우려하게 한 것이었다. 버냉키의 연설에 따르면 2003년 중반, GDP 분기 성장률이 3%에 달한 시점에 있어서도 연준은 디플레이션 가능성에 대해 우려하고 있

었음을 알 수 있다.²⁵⁴⁾ 다음의 <그림 5-17>이 2000년대 미국의 인플레이션을 변화추이이고, <그림 5-18>이 2000년대 미국의 실업률 변화 추이다.

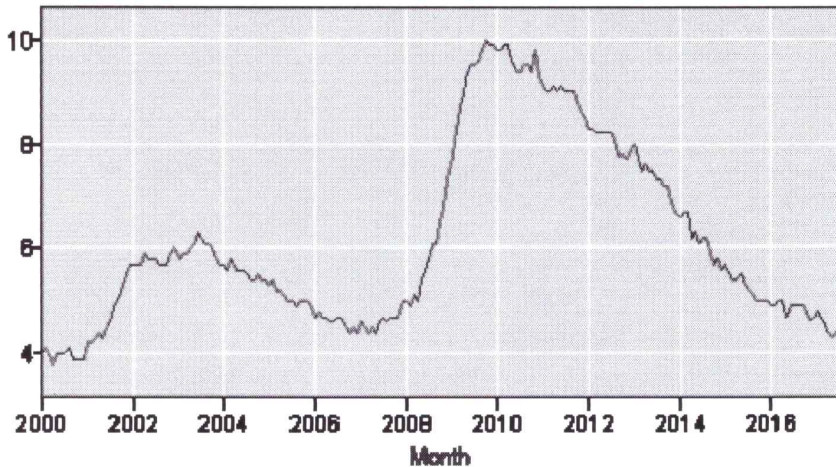
<그림 5-17> 2000년대 미국의 인플레이션을 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics. 기간을 2000년~2017년으로 설정)

254) Ben S. Bernanke, "An Unwelcome Fall in Inflation?" Speech Before the Economics Roundtable, University of California, San Diego, La Jolla, California, July 23, 2003. (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/>)

<그림 5-18> 2000년대 미국의 실업률 변화 추이



(출처 : U.S. Bureau of Labor Statistics)

연준의 저금리 기조는 실업률을 완화할 수 있었다. 2003년 최고조를 기록했던 실업률은 2007년에 4%대를 기록하면서 하향 안정되었다. 저금리에도 불구하고 인플레이션이 나타나지 않았던 이유는 앞서 지적한 것처럼 중국의 값싼 제품이 미국 시장에 대거 진입하면서 인플레이션에 대한 하방 압력으로 작용했기 때문이었다.

결국 전환의 결과로 나타난 구체적 사건은 플라자 합의 이후 일본에서와 같은 자산 거품이었다. 일본에서의 거품 및 붕괴와 나스닥 시장의 거품 및 붕괴는 현상은 유사했지만 그것을 야기한 구조는 차이가 있었다. 일본에서의 거품이 저금리로 인한 유동성 거품이었다면, 미국의 나스닥 거품은 역플라자 합의 이후 동아시아에서 시작된 일련의 국제적인 금융 위기로 국제 자본이 결국 안전 자산이라고 생각하는 미국에 이르러 미국의 금융주도 성장레짐과 결합하여 일으킨 거품이었다.

VI. 결론 : 불확실한 달러화의 미래

1970년대 금태환 정지 선언과 그에 뒤이은 브레튼 우즈 체제의 붕괴로 국제금융통화체제는 변동환율제로 이행했으며, 달러화는 지속적으로 평가 절하되었다. 그러나 스태그플레이션을 극복하려는 볼커 전환으로 미국의 금리가 유례 없이 빠른 속도로 급등하게 되자 달러화의 평가 절하 추세는 반전되었다. 그런데 볼커 전환으로 인한 미국 경제의 조정 과정에서 나타난 정치적 부담으로 결국 당시 미국 대통령이었던 카터는 재선에 실패했다. 그러나 조정에 대한 정치적 부담이라는 결과에도 불구하고 볼커 전환은 미국 국내 정치 연합에서 금융 부문의 주도권 강화의 신호탄이 되었다.

그런데 달러화 평가 절상이 1980년대 중반까지 지속되면서 미국은 경상수지 적자와 재정적자가 동시에 나타나는 쌍둥이 적자를 겪게 되었다. 바로 이러한 상황에서 시장에 직접 적극적으로 개입하는 미국의 통화정책이 작동하게 되었다. 수출업체와 농업을 중심으로 달러화 평가 절하를 통한 경쟁력 제고에 대한 요구가 제기되었고, 의회에서는 보호주의 압력이 팽배해졌다. 이렇게 되자 달러화 환율에 대해 무대응으로 일관했던 레이건 행정부는 행동주의 노선으로 전략을 수정하게 되었고, 국제 거버넌스를 동원한 협력적 시장 개입에 나서게 되었다. 즉 경상수지 적자 문제의 해결을 위하여 국제기축통화인 달러화의 통화 권력을 활용하여 조정을 전가하는 달러화의 평가 절하에 나서게 된 것이다. G-5 회합에서 미국뿐만 아니라 대미 흑자국이었던 독일과 일본은 물론이고 영국, 프랑스까지 직접 시장에 개입하여 달러화 평가 절상 추세를 평가 절하하는 데에 참여하기로 합의를 이루어 낸 것이 1985년의 플라자 합의였다.

이는 자국 경제의 조정 비용의 전가를 위한 패권국 미국의 통화 정치였다. 그렇지만 플라자합의를 통해 달러화 환율의 변곡점을 만드는 데에는 성공했지만, 미국의 경상수지 적자는 해결되지 않았다. 이에 일본과 독일의 내수 부양을 통해 미국 제품에 대한 수입을 확대하려는 목적으로

1987년 루브르합의가 체결되었고, 드디어 1990년 미국의 경상수지는 균형을 이룰 수 있었다.

그러나 이 시기 미국에서는 제조업은 붕괴되어 가는 추세에 있었으며, 탈규제를 통한 금융 자유화로 금융 우위의 구조적 변화가 나타났다. 이러한 구조적 변화에 금융 기업들은 물론이고 비금융 기업들도 적응하기 시작하여 비금융 기업들도 금융 채널을 통한 새로운 이윤을 추구했다. 이 시기에 나타난 주요한 특징이 컴퓨터와 통신 등의 영역에서 나타난 기술 혁신을 통한 ‘신경제’ 현상이었다. 신경제는 새로운 기술을 갖는 유망 분야가 출현하여 경제 성장을 주도하고, 실업률과 인플레이션 없는 경제 성장이 가능한 호황을 지칭했다. 그런데 IT 혁명을 통해 혁신의 아이콘처럼 인식되었던 기업들은 결국 스톡옵션과 주가 부양 등으로 기업의 가치가 평가되었다. 이러한 과정에서 금융 기업은 물론이고 전통적인 제조업도 금융 주도 성장 레짐으로의 전환을 주도해 갔던 것이다.

이러한 배경이 경상수지 적자가 역사상 최대치에 근접했던 1995년 달러화 평가 절상을 단행한 역플라자 합의를 가능하게 했던 것이다. 미국의 경상수지는 1990년대 초, 잠시 균형을 이루었지만, 곧 다시 적자 추세로 돌아서서 급격하게 확대되었다. 그런데 일본은 1980년대 말 주식 시장 거품이, 1990년대 초 부동산 거품이 붕괴하였으며, 거품 경제 시기에 저금리와 엔고 현상으로 막대한 자금이 미국의 자산 시장에 유입되었던 일본 자금들이 미국에서 일본으로 향하게 되었다. 이는 다시 엔고 현상을 가속화 시켰으며, 이로 인해 일본은 소위 ‘엔고 불황’을 겪게 되었다. 그런데 1994년 12월, 멕시코의 ‘데킬라 위기’로 미국은 멕시코에 대한 구제에 나섰으며, 엔화가 1 달러 당 80 엔이 붕괴되었던 1995년 4월, 엔화를 평가 절하하고 달러화를 평가 절상하는 역플라자 합의가 G-7 국가들 사이에서 있었다. 멕시코의 위기로 1993년 체결된 북미자유협정이 불안정해 질 것에 대한 우려가 멕시코에 대한 구제금융을 단행하게 했는데, 일본의 위기는 이 수준을 넘어 국제금융통화체제 자체의 위기가 될 수 있었기에 역플라자 합의를 체결했다는 것이 일반적인 평가이다.

그런데 이에 앞서 1995년 1월, 루빈의 ‘강달러 정책’의 천명이 있었다.

즉 미국은 경상수지 적자의 확대에도 불구하고 조정을 연기하고자 했던 것이었으며, 이에 유리한 환경 조성을 위해 역플라자 합의 이전에 이미 달러화의 평가 절상을 하고자 했었다는 것이다. 조정의 연기는 경상수지 적자를 해외에서 용자받아 상쇄하는 것이 핵심인데, 따라서 미국의 해외로부터의 자금 유입에 유리한 환경이 필요했으며, 금융주도 성장레짐으로 전환이 이루어지고 있었던 미국의 구조적 변화가 해외로부터의 자금 유입에 결정적으로 유리한 환경이 되었던 것이다. 이 시기 미국 내 행위자들의 요구 역시 무역 적자 문제에 있어 플라자 합의 당시 달러화의 평가 절하를 요구했던 입장에서부터 무역 상대국, 특히 일본의 시장 개방을 요구하는 것으로 선회하고 있었다. 따라서 미국은 별다른 국내적 저항 없이 달러화의 평가 절상을 통해 해외 용자를 증가시킬 수 있었다. 이러한 역플라자 합의는 미국과 글로벌 정치경제의 구조적 전환의 상징이었으며, 격발자(trigger)와 같은 역할을 한 것이었다.

역플라자 합의 이후 전환의 결과, 미국의 금융주도 성장레짐이 공고화되었으며, 글로벌 불균형이 고착화되는 구조적 변화가 있었다. 이러한 구조적 변화로 통화 패권국 미국은 ‘최후의 채무자’로 변모해 갔다. 그런데 역플라자 합의 이후 아시아 금융위기, 러시아 모라토리엄과 미국의 대규모 헤지펀드 LTCM의 파산 위기가 있었으며, 이에 이어 브라질과 아르헨티나도 위기에 빠지게 되었다. 이는 국제 금융의 불안정성을 보여주는 것이었다.

이 과정에서 유로화의 출범은 달러화의 일극구조를 위협할 수도 있는 일이었다. 트리핀 딜레마가 지적하듯이, 글로벌 불균형이 고착된 상태에서 경제 규모와 인구 면에서 미국에 버금가거나 혹은 미국을 능가하는 유로존이 탄생하고, 단일 통화 유로화가 등장하였기 때문에 달러화로부터의 국제적 이탈에 대한 우려가 있었던 것이다. 그러나 유로화는 근본적으로 중앙정부가 없고 다양한 국가들의 경제적 수렴을 전제 조건으로 하였기에 위기에 취약할 수밖에 없었다. 2011년 남유럽 재정 위기로 달러화에 대한 대안으로서 유로화의 가능성이 아직까지는 기우에 가깝다는 것을 알 수 있었다.

그러나 문제는 미국이었다. 나스닥 거품 붕괴 이후 미국은 다시 거품 경제에 빠지게 된다. 이번에는 부동산이었다. 일본은 플라자 합의로 엔화가 급격하게 평가 절상되고, 이를 상쇄하기 위해 저금리를 시행한 것이 자산 시장 거품으로 귀결되었으며, 거품 붕괴 이후 소위 ‘잃어버린 10년’이라는 장기 불황에 빠졌다. 역플라자 합의로 달러화가 급격하게 평가 절상되면서 미국 역시 나스닥 시장의 거품이 형성되었으며, 결국 이 거품은 붕괴되었다. 그러나 일본과 다르게 미국은 경제의 조정에 들어간 것이 아니라, 새로운 거품으로 대응했던 것이었다.

본 연구의 함의는 바로 이점에 있다. 2008년의 글로벌 금융위기는 구체적인 상황적 원인으로 기대값 계산이 현실적으로 거의 불가능했던 복잡한 파생상품의 문제, 금융 기관들의 도덕적 해이 문제 등을 꼽을 수 있다. 그렇지만 근본적으로는 금융주도 성장레짐으로의 구조적 전환에서 글로벌 금융위기가 비롯된 것이었다는 것이다. 문제는 글로벌 금융위기의 극복 역시 새로운 거품으로 이루어지고 있다는 것이다. 2017년 미국의 다우존스 산업지수는 역사상 최고점을 기록했다. 과연 그럴 정도로 미국의 실물 경제가 호황에 진입했는가를 생각해 볼 때, 이 역시 거품에 가깝다고 볼 수 있다. 만일 패권국 미국에서 다시 거품이 붕괴하는 금융위기가 나타난다면 달러화의 위상은 크게 흔들릴 수밖에 없을 것이다.

중국은 2016년 위안화를 IMF 바스켓에 진입시키는 데 성공했으며, ‘일대일로(一帶一路)’라는 거대 프로젝트를 통해 국제금융통화체제에서 중국의 위상을 제고하는 한편, 위안화의 국제화에 나서고 있다. 이미 세계 1위의 수출 국가가 된 중국이 무역에 이어 통화에 있어서도 국제적 위상을 강화하려는 것은 글로벌 불균형 문제로 중국과 신경전을 벌이고 있는 미국에게 통화 문제에 있어서도 심각한 도전이 될 수 있는 것이다. 특히 2008년의 글로벌 금융위기가 발생했을 때, 중국은 구원 투수로서의 역할을 했다. 중국이 시간이 걸리더라도 세계의 공장에서 세계의 시장으로 발전하게 된다면, 과거 달러화가 그러했던 것처럼 위안화의 위상은 결정적으로 강화될 것이다.

위안화의 국제화와 더불어 국제금융통화체제에 대한 개혁 논의가 제기

되고 있는 것 역시 달러화의 위상에 도전 요인이 되고 있다. 일국 통화인 달러화를 국제 기축통화로 하고 있는 현재의 국제금융통화체제에서 달러화를 대체하는 방안이 쉽사리 마련되기는 어렵겠지만, 논의 자체만으로도 달러화의 위상이 흔들리고 있음을 보여주는 것이라 할 수 있다. 달러의 ‘주조권(seigniorage)’을 무기로 막대한 통화 권력을 행사해온 미국의 통화 패권이 도전받고 있는 것이다. 물론 달러화에 대한 대안이 현재 존재하지 않기에 달러 패권이 쉽사리 흔들릴 것이라고 생각할 수는 없다. 그러나 지난 글로벌 금융위기 이후 달러화에 대한 신뢰가 약화된 상황에서 달러화를 바탕으로 한 미국의 통화 정치 역시 불안정하게 유지될 것이다.

〈참고 자료〉

1. 1차 자료

〈미 의회 청문회 자료〉

Committee of Finance, Senate, *Nomination of James Baker III Hearing* (Washington D.C.: US Government Printing Office, 1985).

-----, *Oversight Hearings on Trade Policy* (Washington. D.C.: Government Printing Office, 1986).

-----, *Nomination of Nicholas F. Brady Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1988)

-----, *Oversight of 1988 Trade Act-1990 Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1990).

-----, *Nomination of Robert E. Rubin Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1995).

Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, *Nomination of Alan Greenspan Hearing* (Washington D.C.: Government Printing Office, 1987).

Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representative, *Review of Treasury Department's Conduct of International Financial Policy Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1990).

- , *Federal Reserve's Semi-annual Report on Monetary Policy-1994* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1994).
- Committee on Small Business, House of Representative, *The Effect of Foreign Currency Manipulation on Small Manufactures and Exporters* (Washington D.C: Government Printing Office, 2003).
- Joint Economic Committee, U.S. Congress, *U.S. Foreign Debt Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1988).
- Subcommittee on International Finance, Trade and Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs House of Representative, *The Strategic Capital Reserve Act of 1985 Hearings* (Washington D.C.: US Government Printing Office, 1986).
- Subcommittee on International Trade of the Committee on Finance, *Currency Manipulation Hearing* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1989).
- Subcommittee on Trade of the Committee on Ways and Means, House of Representative, *United States-Japan Trade, Commercial, and Economic Relation* (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1993).
- , *Hearing on Asia Trade Issues* (Washington, Government Printing Office, 1998).

<기타 1차 자료>

Advisory Group on Economic Structural Adjustment for International Harmony, "The Report of the Advisory Group on Economic Structural Adjustment for International Harmony Submitted to the Prime Minister Mr. Yasuhiro Nakasone," 1986, April 7. (<http://digitalcollections.library.cmu.edu/awweb/awarchive?type=file&item=486738>)

Bernanke, Ben S., "An Unwelcome Fall in Inflation?" Speech Before the Economics Roundtable, University of California, San Diego, La Jolla, California, July 23, 2003. (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20030723/>).

-----, "The Great Moderation," Speech at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC. (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/>).

-----, "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", Speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 March 2005. (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>).

-----, "The Global Imbalances: Recent Developments and Prospects," Speech at the Bundesbank Lecture, Berlin, Germany, September 11, 2007.

Board of Governors of Federal Reserve System, *Treasury and*

Federal Reserve Foreign Exchange Operations, Federal Reserve Bulletin Mar 1995.

-----, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin Jun 1995.

-----, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin, Sep 1995.

-----, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Federal Reserve Bulletin, Mar 1996.

Department of the Treasury, *Interim Report to the Congress on International Economic and Exchange Rate Policy*, August 1995.

Economic Report of the President 1983, (Washington D.C.: U. S. Government Printing Office, 1984 February).

Economic Report of the President 1984, (Washington D.C.: U. S. Government Printing Office, 1984 February).

Economic Report of the President 1984, (Washington D.C.: U. S. Government Printing Office, 1985 February).

Economic Report of President 1996 (Washington D.C.: U.S. Government Printing Office, 1996 February).

Greenspan, Alan, "Is there a new economy?" Remarks At the Haas Annual Business Faculty Research Dialogue, University of California, Berkeley, California, September 4, 1998. (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980904.htm>)

-----, "Economic volatility," At a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City,

- Jackson Hole, Wyoming, August 30, 2002 (<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020830/>).
- Group of 5, “Announcement of the Ministers of Finance and Central Bank Governors of France, Germany, Japan, the United Kingdom, and the United States (Plaza Accord),” September 22, 1985, (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm850922.htm>).
- Group of 6, “Statement of the G6 Finance Ministers and Central Bank Governors (Louvre Accord),” Paris, France, February 22, 1987, (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm870222.htm>).
- Group of 7, “Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” (December 22, 1987). (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm871222.htm>).
- , “Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” (September 24, 1988). (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm880924.htm>).
- , “Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors,” from the meeting in Washington D.C. on April 25, 1995. (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/g7dcfin.htm>).
- , Statement of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors, October 7, 1995 (<http://www.g8.utoronto.ca/finance/fm951007.htm>)
- International Monetary Fund, “UN Monetary and Financial Conference Articles of agreement,” (Washington D.C: U.S. Treasury, 1944), (https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/historical/martin/17_07_19440701.pdf)
- Ministry of Finance, “Chronology of the Internationalization of

the Yen,” (http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/cus_toms_foreign_exchange/e1b064c1.htm).

Reagan, Ronald, “Address Before a Joint Session of the Congress on the State of the Union,” (https://www.reaganlibrary.archives.gov/archives/speeches/1985/20685_e.htm)

The Presidential Task Force on Market Mechanisms, “Report of The Presidential Task Force on Market Mechanisms,” (Washington D.C.: U.S. Government Publishing Office: 1988)

2. 해외 자료

Andrews, David M. ed., *International Monetary Power*, (Ithaca: Cornell University Press, 2006).

Arrighi, Giovanni, *Adam Smith in Beijing: Lineages of 21 Century*, 강진아 역, 『베이징의 아담 스미스: 21세기의 계보』 (서울: 도서출판 길, 2009),

Baker, Andrew, “American power and the dollar: The constraints of technical authority and declaratory policy in the 1990s,” *New Political Economy*, Vol.11, No.1 March 2006.

Baldwin, Richard, Frauke Skudelny, and Daria Taglioni, “Trade Effects of the Euro: Evidence from Sectoral Data,” *ECB Working Paper*, No. 446, 2005.

Batra, Ravi, *Greenspan's Fraud*, 황해선 역, 『그린스펀 경제학의 위험한 유산』 (서울: 돈키호테, 2006).

Beams, Nick, “Currency upheaval could have major consequences,” 29. May. 2003. (<https://www.wsws.org/en/articles/2003/05/doll-m29.html>)

- Beckner, Steven K., *Back From The Brink: The Greenspan Years*, 김경중, 최남호 역, 『경제대통령 그린스펀』 (서울: 도서출판 한울, 2001).
- Bello, Walden, “The Asian financial crisis: Causes, dynamics, prospects,” *Journal of the Asian Pacific Economy* 4(1), 1999.
- Bergsten, C. Fred and Cline, William R. *The United States-Japan Economic Problem*. (Washington, DC: Institute for International Economics. 1985).
- Bonner, William and Addison Wiggin, *The New Empire of Debt: the Rise and Fall of an Epic Financial Bubble 2nd edition*. (Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2009).
- Bordo, Michael D., Anna Schwartz, “What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished?” *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No.1356 (December 1990).
- Boughton James M. and K. Sarvar Lateef eds., *Fifty Years after Bretton Woods: the Future of the IMF and the World Bank* (Washington D.C.: IMF and WB, 1995).
- Bracke, Thierry, Bussière Matthieu, Michael Fidora and Straub Roland, “A Framework for Assessing Global Imbalances,” *European Central Bank Occasional Paper Series*, No.78, Jan. 2008.
- Brenner, Robert, *The Boom and the Bubble*, 정성진 역, 『붐 앤 버블: 호황 그 이후, 세계 경제의 그늘과 미래』 (서울: 아침이슬, 2002).
- , *Turbulence in the World Economy*, 전용복, 백승은 역, 『혼돈의 기원: 세계 경제 위기의 역사, 1950~1998』 (서울: 도서출판 이후, 2001).

- Brown, Ellen, "Libya all about oil, or central banking?" *Asia Times*, 2011. 4. 14, (http://www.atimes.com/atimes/Middle_East/MD14Ak02.html).
- CCTV 경제 30분팀, 류방송 역, 『화폐전쟁: 진실과 미래』 (서울: 랜덤하우스, 2011).
- Cerny, Philip G., ed., *Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era* (Brookfield: Edward Elgar, 1993).
- Chesnais, François, *La mondialisation du Capital*, 서익진 역, 『자본의 세계화』 (파주: 도서출판 한울, 2003).
- Chin, Gregory and Eric HELLER, "China as a Creditor: A Rising Financial Power?" *Journal of International Affairs*, Fall/Winter 2008, Vol. 62, No. 1.
- Chrystal, K. Alec, "International Banking Facilities," Federal Reserve Bank of St. Louis *Monthly Review*, (April, 1984).
- Clark, William R. *Petrodollar Warfare: Oil, Iraq and the Future of the Dollar* (Gabriola: New Society Publishers, 2005).
- Cohen, Benjamin J., *The Geography of Money*, 박영철 역, 『화폐와 권력』 (서울: 시유시, 1999).
- , *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry* (Princeton: Princeton University Press, 2015).
- Cynamon, Barry Z. & Steven M. Fazzari, "Household Debt in the Consumer Age: Source of Growth-Risk of Collapse," *Capitalism and Society*.
- Dahl, Robert A., "The Concept of Power," *Behavioral Science* 2(3), 1957.
- Destler, I. M., *American Trade Politics: System under stress* (Washington, D.C.: Institute for International Economics,

- 1986).
- Desteler L. M., Randall C. Henning, *Dollar Politics: Exchange Rate Policymaking in the United States* (Washington D.C.: Institute for International Economics, 1989).
- Doyran, Mine Aysen, *Financial Crisis and the Pursuit of Power* (Burlington: Ashgate, 2011).
- Duménil, Gérard and Dominique Lévy, translated by Derek Jeffers, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution* (Cambridge: Harvard University Press, 2004).
- Emerson, Steven, *The American House of Saud: The Secret Petrodollar Connection* (New York: Franklin Watts, Inc., 1985).
- Engdahl, William, *A Century of war: Anglo-American oil politics and the new world order*, 서미석 역, 『석유지정학이 파헤친 20세기 세계사의 진실-영국과 미국의 세계 지배체제와 그 메커니즘』 (서울: 도서출판 길, 2010).
- , *Gods of Money: Wall Street and the Death of American Century*, 김홍옥 역, 『화폐의 신: 누가, 어떻게, 세계를 움직이는가』 (서울: 도서출판 길, 2015).
- Ferguson, Niall, *The Ascent of Money: A Financial History of the World* (London: Allen Lane, 2008).
- Fischer, Stanley, "The Washington Consensus," C. Fred Bergsten & C. Randall Henning, eds., *Global economics in extraordinary times : essays in honor of John Williamson*, (Washington D.C.: Peterson Institute for International Economics, 2012).
- Fleckenstein, William A., Frederick Sheehan, *Greenspan's Bubble*, 김태훈 역, 『그린스펀 버블: 전세계 경제침체의 원인, 버블맨 그린스펀의 진실』 (서울: 한스미디어, 2008).

- Foroohar, Rona *Makers and Takers: The Rise of Finance and the Fall of American Business* (New York: Crown Business, 2016).
- Frankel, Jeffrey A., “And Now Won/Dollar Negotiations? Lessons From the Yen/Dollar Agreement of 1984,” *Working Paper 90-131* (Berkely: UCB Dpartment of Economics, 1990 January).
- , “The Making of Exchange Rate Policy in the 1980s,” *NBER Working Paper*, Dec. 1990.
- , “The Plaza Accord, 30 Years Later,” Conference on *Currency Policy Then and Now: 30th Anniversary of the Plaza Accord*, Baker Institute for Public Policy, Rice University, October 1, 2015.
- Frieden, Jeffry A., *Currency Politics: The Political Economy of Exchange Rate Policy* (Princeton: Princeton University Press, 2015).
- Funabashi, Yoichi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, (Washington D.C.: Institute for International Economics, 1988).
- Gavin, Francis J., *Gold, Dollars, and Power: The Politics of International Monetary Relations, 1958-1971* (Chapel Hill and London: The University of North Carolina Press, 2004).
- Gilbert, R. Alton, “Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away?” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 68(2), February, 1986.
- Gilpin, Robert, *War and Change in World Politics* (Cambridge: Cambridge University Press, 1981).
- Goetzmann, William N. and Frank Newman, “Securitization in the

- 1920s,” *National Bureau of Economic Research Working Paper*, No. 15650 (January 2010).
- Gourevitch, Peter, *Politics in Hard Times: Comparative Responses to International Economic Crises* (Ithaca: Cornell University Press, 1986).
- Gowan, Peter, (1999), *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance* (London: Verso).
- Greenspan, Alan, *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, 현대경제연구원 역, 『격동의 시대: 신세계에서의 모험』 (파주: 북@북스, 2007).
- Guzzini, Stefano, "Structural Power: The Limits of Neorealist Power Analysis," *International Organization* 47:3, 1993, Summer.
- Helleiner, Eric, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (Ithaca: Cornell University Press, 1994).
- Helleiner, Eric and Jonathan Kirshner eds., *The Great Wall of Money: Power and Politics in China's International Monetary Relations* (Ithaca: Cornell University Press, 2014).
- Henderson, Bruce E., *The Economic Tsunami*, 김정환 역, 『서브프라임 크라이시스』, 정보형 해제 (서울: 랜덤하우스코리아, 2008).
- Henning, Randall C., *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan* (Washington D.C.: Institute for International Economics, 1984).
- , "Systemic Conflict and Regional Monetary Integration: The Case of Europe," *International Organization*, Vol. 52, No. 3 (Summer, 1998).
- Henning, C. Randall and I. M. Destler. 1988. "From Neglect to

- Activism: American Politics and the 1985 Plaza Accord".
Journal of Public Policy. Vol. 8. No. 3/4.
- James Scott C., and David A. Lake, "The Second Face of Hegemony: Britain's Repeal of the Corn Laws and American Worker Tariff of 1846," *International Organization*, 43 (1), winter, 1989.
- Ivanova, Maria N., "Hegemony and Seigniorage: The Planned Spontaneity of the US Current Account Deficit," *International Journal of Political Economy*, 2010, Vol.39(1).
- Judis, John B. "Dollar Foolish," *The New Republic*, 9 December 1996.
(<https://newrepublic.com/article/74907/dollar-foolish>)
- Kindleberger, Charles P., *The World in Depression, 1929-39* (Berkeley: University of California Press, 1972).
- Kirshner, Jonathan, *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 1997).
- Konno, Massanobu, "A historical inquiry into the Japanese financial system and economic performance," *The Economic Journal of Takasaki City University of Economics* vol.46 No.1 2003.
- Koo, Richard C., *The Holy Grail of Macrod Economics: Lessons from Japan's Great Recession* (Hoboken: John Wiley & Sons, 2009).
- Krasner, Stephen, "State Power and the Structure of International trade," *World Politics* 28(3) (April 1976).
- , "The Evolution of the International Political Economjic Order," Il Yung Chung ed., *Korea in a Turbulent World* (Seoul: the Sejong Institute).

- Krippner, Greta R., "The financialization of the American economy," *Socio- Economic Review* (2005) 3.
- , *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance* (Cambridge: Havard University Press, 2011).
- Landler, M., "Sidelined by U.S. and Asia, Singing the Euro Blues," *New York Times* (December 12, 2004).
- Lieberthal, Kenneth and Jisi Wang, *Addressing US-China Strategic Distrust*, China Center Monographs, No.4 (Washington D.C.: The Brookings Institution, 2012).
- Lowenstein, Roger, *Origins of the Crash*, 이주형 역, 『버블의 기원: 미국 경제의 두 얼굴』 (서울: 동방미디어, 2004).
- McCarty, Nolan, Keith T. Poole, and Howard Rosenthal, *Political Bubbles: Financial Crises and the Failure of American Democracy* (Princeton: Princeton University Press, 2013).
- McKinnon, Ronald I., *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*. (Cambridge: MIT press, 1996).
- Mckinnon, Ronald I., Kenichi Ohno, *Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan* (Cambridge: The MIT Press, 1997).
- McKinnon, Ronald, Kenichi Ohno, Kazuko Shirono, "The Syndrome of the Ever-Higher Yen, 1971-1995," Takatoshi Ito and Anne O. Krueger eds., *Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues, NBER-EASE Volume 7*, p.350.
- Meyer, Laurence, Brian Doyle, Joseph Gagnon, and Dale Henderson, "International Coordination of Macroeconomic Policies: Still Alive in the New Millennium?" *International Finance Discussion Paper 723*, (Washington D.C.: Federal

- Reserve Board, 2002).
- Murase, Tetsuji, "The internationalisation of the yen: essential issues overlooked," *Pacific Economic Papers* No.307.
- Murchison David C. and Ezra Solomon, "The Misalignment of United States Dollar and Japanese Yen: The Problem and Its Solution," *California Management Review* Vol.XXVII, No. 1 1984, Fall.
- Murphy, R. Taggart, *The Weight of the Yen* (N.Y.: W.W.Norton&Company, 1997).
- Neikirk, William, *Volcker: Portrait of the Money Man* (N.Y.: Congdon and Weed, 1989).
- Norrlof, Carla, *America's Global Advantage: US Hegemony and International Cooperation* (Cambridge: Cambridge University Press, 2010).
- Obsfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, "Global Current Account Imbalances and Exchange-rate Adjustment", *Brookings Papers on Economic Activity* 1, (2005).
- Odell, John S., *U.S. International Monetary Policy: Markets, Power, and Ideas as Sources of Change* (Princeton: Princeton University Press, 1982).
- Osugi, K., "Japan's Experience of Financial Deregulation since 1984 in an International Perspective," *BIS Economic Papers* No26, 1990 January.
- Paulani, Leda Maria, "The Crisis of the Finance-Led Regime of Accumulation and the Situation of Brazil," *Estudos Avançados* 23 (66), 2009.
- Prasad, Eswar S., *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton: Princeton University Press, 2014).

- Prez-Caldentey, Esteban and Matia Vernengo, "The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keyensian Interpretation of the European Debt Crisis," *LEI Working Paper* No. 702, Levy Economics Institute, 2012.
- Rajan, Raghuram G., *Fault Lines*, 김민주, 송희령 역, 『폴트라인: 보이지 않는 균열이 어떻게 세계 경제를 위협하는가?』 (서울: 예코리브르, 2011).
- Rogoff, Kenneth S., Reinhart, Carmen M., *This Time Is Different*, 최재형, 박영란 역, 『이번엔 다르다』 (서울: 다른세상, 2010).
- Roubini, Nouriel, and Brad Sester, "The US as a Net Debtor: Sustainability of the US External Imbalances," (Stern School of Business School, NYU, Global Economic Governance Programme, Oxford University), mimeo.
- Rueff, Jacques, *The Monetary Sin of the West* (New York: Macmillan, 1972).
- Prasad, Eswars S., *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance* (Princeton: Princeton University Press, 2014).
- Semkow, Brian W., "The 1984 American/Japanese Financial Agreement: Implications and Results," *George Washington Journal of International Law and Economics*, Vol. 19, Issue 3 (1985).
- Sharma, Shalendra D., *The Asian financial crisis: Crisis, reform and recovery* (New York: Manchester University Press, 2003).
- Solomon, Robert, "Effects of the Strong Dollar," *The U.S. Dollar-Recent Developments, Outlooks, and Policy Options*, A Smposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kanas city, Jackson Hole, Whoming August 21-23,

1985.

- Spiro, David E. *The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets* (Ithaca: Cornell University Press, 1999).
- Steinberg, David A., “Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserve?,” Helleiner Eric and Jonathan Kirshner eds., *The Great Wall of Money: Power and Politics in China’s International Monetary Relations* (Ithaca: Cornell University Press, 2014).
- Steil, Benn, *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order* (Princeton: Princeton University Press, 2013).
- Stiglitz, Joseph E., *The Roaring Nineties: A New History of the World’s Most Prosperous Decade* (New York: W.W.Norton&Company, 2003).
- Strange, Susan, “Finance, information, and power,” *Review of International Studies* (1990), 16.
- , *State and Markets*, 양오석 역, 『국가와 시장』 (서울: 푸른 길, 2005).
- Tatom, John A., “Currency Appreciation and ‘Deindustrialisation’ : A European Perspective,” *World Economy*, July 1995, Vol.18(4).
- Teunissen, Jan Joost, “Should Developing Countries Support US Dollar?” Jan Joost Teunissen and Age Akkerman eds., *Global Imbalances and US Debt Problem: Should Developing Countries Support US Dollar* (Hague: Fondad, 2006).
- Tavlas, George S., and Yuzuru Ozeki, “The Internationalization of Currencies: An Appraisal of Japanese Yen,” *Occasional*

- Paper* (Washington D.C.: IMF, 1992 January).
- Triffin, Robert, *Gold and the dollar crisis: the future of convertibility* (New Haven: Yale University Press. 1960).
- Vasudevan, Ramma, "Dollar Hegemony, Financialization, and the Credit Crisis," *Review of Radical Political Economics*, Volume 41, No. 3, Summer 2009.
- , "The Borrower of Last Resort: International Adjustment and Liquidity in a Historical Perspective," *Journal of Economic issues*, Vol. XLII, No.4 (December 2008).
- Vermeiren, Mattias, *Power and Imbalances in the Global Monetary System: A Comparative Capitalism Perspective* (New York: Palgrave Macmillan, 2014).
- Volcker, Paul A., Toyoo Gyohten, *Changing Fortunes: The World's Money and the Threat to American Leadership* (N.Y.: Times Books, 1992).
- Walter, Andrew, *World Power and World Money: The Role of Hegemony and International Monetary Order* (N.Y.: St. Martin's Press, 1991).
- Walter, Stefanie, *Financial Crises and the Politics of Macroeconomic Adjustments*, (New York, Cambridge University Press, 2013).
- Waltz, Kenneth N., *Theory of International Politics* (New York: McGraw-Hill, 1979).
- White House, *Economic Report of the President 1997*, (Washington D.C.: United States Government Printing Office, 1997).
- Wing Thye Woo, Jeffrey D. Sachs and Klaus Schwab, *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia* (Cambridge:

MIT Press, 2000).

3. 국내 자료

- 김경수, “멕시코 경제위기의 교훈,” 『라틴아메리카 연구』 제13권 1호, 2000,
- 김기수, 『국제통화금융체제와 세계경제패권』 (파주: 살림, 2011).
- 김영석, “중남미 외채문제와 브래디 본드,” 『이베로아메리카』 제2집 (2000).
- 김재홍, 『미국 중앙은행 금리결정의 비밀』 (서울: 휘즈프레스, 2004).
- 김정주 (2008), “세계경제 위기와 달러 헤게모니: ‘마법에 걸린 세계’의 종언과 제국의 위기,” 『마르크스주의 연구』 제5권 제4호,
- 김진 (2013), “선진국의 양적완화에 따른 글로벌 자산버블 우려 고조,” 『주간 금융경제동향』 3-21호, 우리금융경영연구소.
- 김창진, 성원용, “러시아 모라토리엄의 정치 경제,” 『슬라브학보』, 13(2), 1998.
- 박성훈, 이정연, “유럽 경제통화동맹(EMU)의 체제 위기: 원인 분석 및 향후 전망,” 『경상논총』 32권 2호 (2014. 6).
- 박상현, 『신자유주의와 현대 자본주의 국가의 변화-세계헤게모니 국가 미국을 중심으로』 (서울: 백산서당, 2012).
- 박정태, 『아시아 경제위기, 1997~1998』 (서울: 부키, 1998).
- 백창재, “미국의 패권과 제한적 자유주의 질서,” 국제정치경제연구회 편, 『20세기로부터의 유산』, (서울: 사회평론, 2000).
- 신종협, 최영선, 최원, “과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 위기 전망,” 『보험연구원 조사보고서 2010-1』 2010.
- 안승국, “동아시아 금융위기에 대한 정치경제적 재조명: 한국, 태국, 인도네시아의 사례비교,” 동서연구 제11권 제2호 (1999).
- 윤형모, “통화정책에서 질서 자유주의: 일본 통화정책을 사례로 분석,”

- 『질서경제저널』 19권 2호, 2016.
- 이내영, “폐소화 위기의 원인과 멕시코의 대응, 그리고 그 이후 - 한국에
의 교훈,” 『아태연구』 제5권, 1998.
- 정운찬, 김영식, 『거시경제론』 제8판 (서울: 율곡출판사, 2007).
- 정필모, 『달러의 역설』 (파주, 21세기북스, 2015).
- 호세 안토니오 오감뽀, “세계 경제위기와 중남미: 충격과 함의,” 『라틴아
메리카 연보』 2010.
- 홍익희, 『환율전쟁 이야기: 교묘한 달러 곡예의 역사와 환율전쟁』 (서울:
한스미디어, 2014).
- 홍장표, “글로벌 금융위기와 금융주도 자본주의,” 『마르크스주의 연구』
7(3), 2010. 8.
- 홍찬선, 『주식자본주의와 미국의 금융지배전략』 (서울: 도서출판 무한,
2000).

4. 인터넷 자료

- 미국 인플레이션 변화 추이 :
(<http://ko.tradingeconomics.com/united-states/inflation-cpi>)
- 미국 실업률 변화 추이 :
(<http://ko.tradingeconomics.com/united-states/unemployment-rate>)
- 미국 무역수지 변화 추이 :
(<http://ko.tradingeconomics.com/united-states/balance-of-trade>)
- 달러 인덱스 변화 추이 :
(<http://www.macrotrends.net/1329/us-dollar-index-historical-chart>)
- 미국 쌍둥이 적자 변화 추이 :

(https://www.fdic.gov/deposit/insurance/risk/2006_02/economic_2006_02.html)

- 미국 이자율 변화 추이

(<https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N>)

- 미국에로의 자본 이동 변화 추이

(<https://tradingeconomics.com/united-states/capital-flows>)

- 플라자 합의 직후 엔-달러, 마르크-달러 환율 변화 추이

(<http://blog.naver.com/ejhent11/40117709549>)

- 미 정부 예산 적자 추이

(http://www.presidency.ucsb.edu/economic_reports/1997.pdf)
p.390)

- 다우존스 산업 지수 차트

([https://www.barchart.com/stocks/quotes/%24DOWI/technical-chart#/technical-chart?plot=BAR&volume=0&data=MO&density=X&pricesOn=1&asPctChange=&logscale=0&startDate=1970-01-01&endDate=2000-12-31&dateRange=specific&sym=\\$DOWI&grid=1&height=500&studyheight=100](https://www.barchart.com/stocks/quotes/%24DOWI/technical-chart#/technical-chart?plot=BAR&volume=0&data=MO&density=X&pricesOn=1&asPctChange=&logscale=0&startDate=1970-01-01&endDate=2000-12-31&dateRange=specific&sym=$DOWI&grid=1&height=500&studyheight=100))

- 나스닥 지수 변동 차트

([https://www.barchart.com/stocks/quotes/\\$NASX/interactive-chart](https://www.barchart.com/stocks/quotes/$NASX/interactive-chart))

- GDP 대비 미국 재정적자 비율

(<http://www.npr.org/news/graphics/2009/feb/deficit/>)

- 미국 GDP 대비 재정 적자 추이

(<http://www.npr.org/news/graphics/2009/feb/deficit/>)

- 엔-달러 환율 변동 추이

(<http://www.macrotrends.net/2550/dollar-yen-exchange-rate-historical-chart>)

- 국제무역연구원, “중국무역 통계자료”

(<http://stat.kita.net/stat/istat/cts/CtsWholeList.screen>)

Abstract

A Study on the Currency Politics of Hegemon : Focusing on the Reverse Plaza Accord

Lee, Won-young

Department of Political Science

The Graduate School

Seoul National University

The purpose of this study is to show how U.S. hegemon play the currency power. In 1971, U.S. President Nixon declared that U.S. would stop converting gold to dollar. Then the Bretton Woods System, which was the international monetary system since World War II, was collapsed and the international monetary system turned to floating exchange rate system. After the collapse of Bretton Woods System, the value of dollar was depreciating, thus the status of the dollar, the key currency of international monetary system, was threatened. At that time, Volcker, who was inaugurated as the chairman of Federal Reserve Board in 1979, started to raise the fund rate sharply. By the raising the fund rate, the problem of inflation was solved, but the deficit of current account increased. Along with that, the budget deficit also increased because of Reaganomics, the supply-sided economics. The twin deficit, the deficit of current account and the budget deficit, was the chronic problem of U.S. economy. The currency politics appeared as the useful means of dealing with the problem of the current

account.

U.S. wanted strengthen his competitiveness in trade by depreciating the value of the dollar, finally at G-5 meeting in 1985, the Plaza Accord agreed. The Plaza Accord was intended to depreciate the value of the dollar and to appreciate the value of the Yen and Mark. That was the currency politics. U.S. could deflect the cost of adjustment of the economy to the rest of the world by the currency power of dollar.

In '90s, U.S. was running in the 'Roaring '90's'. The financial business could grow rapidly by the financialization of the economy. Even non-financial firm could earn the profit through the financial channel. The financial growth was the main source of the growth of U.S. business. At that time, the new economy appeared as the principal feature. The innovation of Information and technology business was the key feature of new economy. New economy was regarded as the way of economic growth without unemployment and inflation. The value of the firms which was regarded as the main icon of innovation was appreciated by the value of its stock and the stock option. Thus traditional manufacturing firm also turned to that way. It resulted in building the 'finance-led growth regime'

In this background, in 1995, after 10 years since the Plaza Accord, the volume of current account deficit of U.S. was similar to that of 1985. Despite the current account deficit, in G-7 meeting, the Reverse Plaza Accord agreed. The meeting declared to depreciate the Yen, and to appreciate the dollar. At Japan's side, by depreciating the Yen, Japan would overcome 'the lost 10-years' which was resulted from the 'Endaka Fukyo' since the Plaza Accord. At U.S.'s side, instead of the economic

adjustment for the current account deficit, U.S. could delay the adjustment cost by financing from abroad by appreciating the dollar. That was the currency politics, too. Behind the Reverse Plaza Accord, there was the 'finance-led growth regime' of U.S.'s economy.

After the Reverse Plaza Accord, the finance-led growth regime of U.S. could be consolidated institutionally. However the China, as the factory of the world, grew rapidly after the Reverse Plaza Accord, the 'global imbalance' became the characteristic of the global economy. Moreover, the finance-led growth resulted in the bubble of economy, specially the stock market, Nasdaq. The bubble of Nasdaq bursted out, but the bubble contagioned the field of real estate. Finally, in 2007, 'the global financial crisis' occurred.

Now, the currency politics of U.S. is wielded by the monitoring the manipulating country of the exchange rate. But the confidence for the dollar was decreased since the global financial crisis. So far as the ability of financial crisis in U.S. exists, it is not easy for recovering confidence for dollar fully. Despite of that, there is not the alternative for the dollar. So, the hegemony of dollar may be sustained even if unstably and the currency politics of U.S. may be also sustained even if unstably.

key words : currency politics, currency power, finance-led growth regime, plaza accord, reverse plaza accord

student number : 2008-30785

감사의 글

여러 가지 하던 일들을 정리하고 공부를 시작하겠다고 생각했던 때가 엇그제 같은데 벌써 논문을 마무리하는 시간이 되었습니다. 많은 나이에 도 불구하고 여느 제자들과 다름없이 공부하는 제자로 대해주신 정치학과의 모든 선생님들께 감사 인사를 드립니다.

먼저 지도교수를 맡아 주신 백창재 선생님께 감사 인사를 드립니다. 늦은 나이에 시작한 공부이지만, 항상 학문에 정진할 수 있도록 격려해 주시고 배려해주신 선생님께 가슴 깊이 감사드립니다. 그리고 귀중한 시간을 내어 논문 심사에 임해주신 임혜란, 류석진, 구갑우, 정하용 선생님들께 감사드립니다. 두서없는 글을 논문이 될 수 있도록 논평해주신 선생님들의 말씀을 따라 수정하는 과정에서 이 글이 논문으로 정리가 될 수 있었습니다.

함께 공부했던 대학원 동료들 모두에게 고마움을 전합니다. 많은 나이 차이에도 불구하고 함께 공부하는 동료로서 어울렸던 시간들은 결코 잊지 못할 것입니다. 앞으로도 언제까지나 함께 공부했던 동학이었음을 자랑스럽게 생각할 수 있도록 더욱 노력하겠습니다. 특히 이용마 후배의 쾌유를 진심으로 빌어 봅니다. 암과의 싸움에 많이 지쳐가고 있지만, 꼭 건강하게 다시 일어나서 마이크를 들고 방송하는 모습을 볼 수 있도록 간절히 바랍니다.

졸업을 준비하면서 만일 부모님이 지금 살아 계셨으면 얼마나 기뻐하셨을까 하는 생각이 목이 메어옵니다. 중학교 시절에 아버님이 돌아가시고 나서 홀로 4남매를 키우셨던 어머니의 기대대로 공부 잘하는 모범생으로 지낸 시기는 고등학교 때까지였습니다. 어머니가 그토록 원했던 공부를 하기 보다는 사회적 활동에 훨씬 중요한 가치를 두고 살았던 때가 대학교 학부 시절이었습니다. 뒤늦게 대학원에 진학하게 되었을 때에는 이미 어머니는 하늘로 떠나신 후였습니다. 대학원에서 밤새도록 공부할 때 이 모습을 어머니가 살아 계셔서 보셨더라면 얼마나 기뻐하셨을까 하는 생각에 가슴이 아파왔습니다. 뒤늦게나마 이 박사 학위 논문을 부

모님께 바칩니다.

그리고 공부하는 내내 항상 옆에서 응원해준 처, 이은주에게 아주 특별한 감사 인사를 전하고 싶습니다. 세상에서 혼자가 아니라는 것이 얼마나 마음 든든한 것인지 알 수 있게 해준 아주 특별한 사람입니다. 그리고 라운, 라영 두 딸이야말로 공부하면서 힘들 때에 항상 힘이 되는 존재였음을 새삼 느낍니다. 돌아가신 부모님의 자리를 대신해서 나를 믿고 응원해준 누나들과 작은아버지, 고모들, 외숙부, 외숙모들, 이모들 등 일가친척들에게도 머리 숙여 감사 인사를 드립니다. 그리고 낮은 나이의 학생을 항상 응원해주신 장인어른과 장모님, 그리고 처제와 동서에게도 고맙다는 인사를 전합니다. 나와 함께 있어 주었고, 앞으로도 있어줄 사람들인 우리 가족이야말로 존재 자체가 정말 고마운 사람들이며, 무엇을 하더라도 가장 큰 힘을 주는 사람들이라는 것을 나이가 들어갈수록 더욱 뼈저리게 느낄 수 있었던 지난 시간이었습니다.

처음 대학원에 들어왔을 때에는 생소했던 국제정치경제라는 분야를 전공으로 삼고자 했던 것은 정치와 경제의 상호 작용을 이해할 수 있어야 현실을 보다 정확하게 이해할 수 있을 것이라는 생각 때문이었습니다. 특히 패권국 미국의 정책적 방향을 근본적으로 이해하기 위해서는 달러 패권에 대한 이해가 필요하다고 생각했기에 이 분야의 공부를 선택했습니다. 앞으로도 보다 학문에 매진하여 국제정치경제의 변화 속에서 우리 대한민국의 나아갈 방향을 찾는 데에 조금이라도 기여할 수 있도록 더욱 노력하겠습니다.